

CHARLES P. KINDLEBERGER
ROBERT Z. ALBER

HOẢNG LOẠN HỒN LOẠN và CUỒNG LOẠN

MANIAS, PANICS AND CRASHES

GẦN 400 NĂM
LỊCH SỬ CÁC CUỘC
KHỦNG HOẢNG
TÀI CHÍNH

CHARLES P. KINDLEBERGER & ROBERT Z. ALIBER

HOẢNG LOẠN, HỖN LOẠN VÀ CUỒNG LOẠN

Công ty phát hành **Alphabooks**

Trọng lượng vận chuyển (gram) **610**

Kích thước **14.5x20.5 cm**

Author **Robert Z. Aliber**

Dịch Giả **Thu Loan, Quốc Anh**

Make ebook: **tran ngoc anh**

Số trang **492**

Ngày xuất bản **09-2009**

Bản quyền tiếng Việt © Công ty Sách **Alpha**

NHÀ XUẤT BẢN TRI THỨC

Mục Lục

HOẢNG LOẠN, HỖN LOẠN VÀ CUỒNG LOẠN

Tìm lời giải cho khủng hoảng hiện nay từ những bài học lịch sử

Lời nói đầu

Chương 1: KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH: CHỦ ĐỀ LỊCH SỬ QUEN THUỘC

Chương 2: GIẢI PHẪU MỘT CUỘC KHỦNG HOẢNG ĐIỂN HÌNH

Chương 3 : CÁC CON ĐIÊN LOẠN VỀ ĐẦU CƠ

Chương 4: CHÂM NGÒI NGON LỬA: MỞ RỘNG TÍN DỤNG

Chương 5: GIAI ĐOẠN NGUY CẤP

Chương 6: TRẠNG THÁI PHẢN PHƠ VÀ SỰ BÙNG NỔ KINH TẾ

Chương 7: SỰ LÂY LAN TRÊN TOÀN CẦU

Chương 8: SỰ LAN TRUYỀN BONG BÓNG: TỪ TOKYO ĐẾN BANGKOK ĐẾN NEW YORK

Chương 9: GIAN LẬN, LỬA ĐÀO VÀ CHU KỲ TÍN DỤNG

Chương 10: CHÍNH SÁCH: KHÔNG CAN THIỆP VÀ CÁC CÔNG CỤ KHÁC

Chương 11: NGƯỜI CHO VAY CUỐI CÙNG TRONG NƯỚC

Chương 12: NGƯỜI CHO VAY CUỐI CÙNG QUỐC TẾ

Chương 13: BÀI HỌC LỊCH SỬ VÀ NHỮNG THẬP NIÊN HỖN ĐỘN NHẤT

Tìm lời giải cho khủng hoảng hiện nay từ những bài học lịch sử

Trong khi cả thế giới, trong đó có Việt Nam, đang vật lộn để vượt qua khủng hoảng tài chính toàn cầu và suy thoái kinh tế từ cuối năm 2007 và kéo dài ít nhất đến hết năm 2009, thì có thể coi việc Alpha Books cùng Nhà xuất bản Tri Thức chọn dịch và cho ra mắt độc giả Việt Nam cuốn sách nổi tiếng của Charles P. Kindleberger (CPK) và Robert Z. Aliber (RZA) *Hoảng loạn, Hối loạn và Cuồng loạn (Manias, Panics and Crashes)* là một hành động rất kịp thời. Cuốn sách sẽ giúp chúng ta tìm hiểu nguyên nhân, cơ chế phát sinh, phạm vi tác động của các cuộc khủng hoảng lớn trong gần 400 năm lịch sử vừa qua, từ đó đưa ra giải pháp cho những vấn đề kinh tế hiện tại. Lần tái bản và cập nhật gần đây nhất của cuốn sách là vào năm 2005, chỉ hai năm trước khi cuộc khủng hoảng hiện nay bắt đầu và được Robert Solow – nhà kinh tế học nổi tiếng từng đoạt giải Nobel Kinh tế (1987) viết lời giới thiệu.

Như tiêu đề của cuốn sách đã nêu bật, Giáo sư Kindleberger muốn nhấn mạnh đến khía cạnh tâm lý học của các cuộc khủng hoảng kinh tế trong lịch sử nhân loại; nhưng sâu xa hơn, ông đã phân tích toàn diện các tương tác giữa hành vi và thể chế của các cuộc khủng hoảng quan trọng nhất từ thế kỷ XVII cho đến năm 2000. Vì vậy, cuốn sách thật sự là một chuyên khảo quan trọng về lịch sử khủng hoảng tài chính và kinh tế trên thế giới. Tác giả đã đi sâu phân tích mười bong bóng tài chính lớn trong lịch sử, từ bong bóng hoa tulip Hà Lan năm 1636 đến bong bóng cổ phiếu thị trường OTC ở Mỹ từ 1995 - 2000. Ngay trong lần xuất bản đầu tiên, CPK đã cố gắng làm rõ mô hình kinh tế dẫn đến khủng hoảng, các hoạt động đầu cơ điên loạn, quá trình lan truyền khủng hoảng ra thế giới dẫn đến cơn hoảng loạn trong phạm vi quốc gia và quốc tế, các mối tương quan giữa tài chính tiền tệ với bong bóng giá tài sản. Giáo sư Kindleberger cũng phân tích kỹ lưỡng các thủ đoạn lừa đảo và đề xuất các biện pháp quản lý trong khủng hoảng, vai trò của nhà nước và ngân hàng trung ương.

Tiếp cận rất nhiều sự kiện, học thuyết, quan điểm... từ cái nhìn sâu sắc và toàn diện, chắc chắn cuốn sách sẽ được các nhà hoạch định chính sách, các doanh nhân đầu tư trong lĩnh vực chứng khoán và bất động sản, các nhà nghiên cứu lịch sử kinh tế quan tâm và tìm đọc. Những hiểu biết này sẽ giúp độc giả hiểu rõ hơn cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và cơn suy giảm kinh tế nghiêm trọng hiện nay.

Hy vọng độc giả Việt Nam, những người đang hăm hở lập nghiệp, tham vọng vươn tới thành công sẽ học được cách tận dụng cơ hội làm giàu và tránh được những rủi ro, các trò gian lận và lừa đảo mọc lên như nấm trong giai đoạn “hoảng loạn, hỗn loạn và cu ồng loạn” như cuốn sách đã phân tích và chỉ rõ.

Hà Nội, tháng 7 năm 2009

Ts. LÊ ĐĂNG DOANH

Thành viên Viện Nghiên cứu Phát triển (IDS), nguyên Viện trưởng Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế trung ương

Lời nói đầu

Charlie P. Kindleberger (hay còn gọi là CPK) là một người bạn đồng nghiệp đầy thú vị: sâu sắc, nhiệt tình, ham hiểu biết về mọi thứ, đầy cá tính và trên hết, rất vui vẻ, sôi nổi. Những phẩm chất này được thể hiện xuyên suốt Hoảng loạn, Hồn loạn và Cuồng loạn.

Tôi cho rằng CPK bắt đầu viết cuốn sách này với tinh thần của lối văn phong lịch sử tự nhiên, phần nào giống với Darwin trong giai đoạn lên đèn trên con tàu thám hiểm Beagle – thu thập, phân tích và phân loại các mẫu vật kỳ lạ. Tuy nhiên, các cơn điên loạn, hoảng loạn và sụp đổ có lợi thế hơn so với các loài gặm nhấm, chim chóc và bọ cánh cứng vốn được người đương thời miêu tả theo lối hoa mỹ, đôi lúc rất sâu sắc, đôi lúc lại khoa trương. Chỉ khác ở chỗ, là một nhà sử học nghiên cứu kinh tế, phong cách của CPK là ham săn tìm những điếu lý thú để học hỏi chứ không theo đuổi một lịch trình có hệ thống.

Tất nhiên, CPK là một nhà kinh tế học đã qua đào tạo và trải nghiệm thực tế, ông đã sớm tìm ra các mô hình và quy luật kinh tế, mối quan hệ giữa nguyên nhân và kết quả. Đặc biệt, ông đã nhận ra những điếu bất hợp lý diễn ra thường xuyên gây ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp tới các sự kiện và khiến mọi người có cái nhìn lệch lạc về bản chất sự kiện. Tự thân những điếu này có lẽ đơn thuần chỉ là loại thông tin giải trí. Nhưng CPK đã tạo nên những điếu thú vị khi nghiên cứu sự tương tác giữa hành vi và các thể chế. Diễn biến của các cơn điên loạn, hoảng loạn và sụp đổ lần quy mô hoạt động của chúng phần lớn phụ thuộc vào các thể chế liên quan đến tiền tệ và thị trường vốn tại từng thời điểm.

Có thể ban đầu CPK chưa thể hiểu rõ các cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra khắc nghiệt đến mức nào. Tuy nhiên, trong hơn ¼ thế kỷ vừa qua, cuốn sách đã liên tục được tái bản cập nhật, và trong ấn phẩm mới nhất này CPK đã khắc họa một bức tranh tổng thể về sự hỗn loạn trong các hệ thống ngân hàng quốc gia, sự biến động về tỷ giá và các bong bóng giá tài sản. Hiện trạng lịch sử đó không đơn thuần bắt nguồn từ sự phi lý của con người. Của cải gia tăng, hệ thống truyền thông nhanh hơn và rẻ hơn, sự

thay đổi của các hệ thống tài chính quốc tế và quốc gia – tất cả đều đóng vai trò quan trọng và không thể phủ nhận, đã được đồng tác giả Robert Aliber bổ sung trong Chương 13. Nỗ lực nghiên cứu lịch sử kinh tế của CPK đã giúp ông tìm thấy chủ đề phù hợp với phong cách của bản thân.

Hình dáng của một “kiến trúc tài chính mới” và khả năng có thể trở thành người cho vay cuối cùng – trong nước và/hay quốc tế – cùng với việc thực thi các đường lối chỉ đạo cũng là những đi đầu mà CPK trần trụi. Những người tham gia quá trình cải cách (hay ít nhất là thay đổi) hệ thống sẽ làm tốt hơn nếu có dịp suy nghĩ về những bài học được đúc kết trong cuốn sách này.

Một trong những bài học này mang tính tổng quát, và phù hợp để áp dụng nhất trong những bối cảnh mà sự phi lý có thể chế ngự những tính toán tỉnh táo của con người. CPK là một người theo chủ nghĩa hoài nghi, hoàn toàn trái ngược với những nhà lý luận cố chấp. Ông nghi ngờ các hệ thống trí tuệ cứng nhắc, cho dù những người đề xướng chúng là thương nhân tự do hay nhà hoạt động xã hội. Có lẽ, nền kinh tế quốc tế sẽ trở thành một nơi an toàn hơn nếu thái độ hoài nghi của CPK được phổ biến hơn trong giới quyền lực. Đặc biệt, tôi đang suy nghĩ về những tranh cãi hiện nay được gọi là “Đồng thuận Washington” cũng như những phản đối lẫn ủng hộ về cả chính sách tỷ giá thả nổi lẫn thị trường vốn tự do.

Một vấn đề mà cuốn sách chưa đề cập đến là mặt bên kia của sổ cái kế toán: Xã hội thu được lợi ích gì từ dòng vốn tự do được thể hiện với các hình thức khác nhau, và những lợi ích tương tự từ hoạt động thương mại? CPK, chuyên gia kinh tế trong lĩnh vực thương mại quốc tế, tài chính quốc tế và phát triển kinh tế, cũng dễ bị ảnh hưởng bởi nhu cầu về sự cân bằng thực tế giữa rủi ro và lợi ích.

Theo tôi, về cơ bản Aliber quán triệt hướng tiếp cận trên của Kindleberger, song ông có bổ sung thêm một chút chỉ dẫn cho hướng đi đôi lúc hơi “bất kham” của CPK thông qua các khuôn mẫu riêng. Thêm nhiều cơn điên cuồng, hoảng loạn và sụp đổ có thể khiến dịch bệnh lan tràn, nhưng những ai đã đọc cuốn sách này ít nhất cũng đã được “tiêm chủng” một lần.

Gs. ROBERT M. SOLOW

Đoạt giải Nobel Kinh tế năm 1987

Chương 1: KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH: CHỦ ĐỀ LỊCH SỬ QUEN THUỘC

Đầu thập niên 1970, thế giới đã chứng kiến những sự kiện chưa từng xảy ra trong lịch sử, như sự bất ổn của giá cả hàng hóa, tài tiền tệ, bất động sản và chứng khoán, cùng các cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra thường xuyên và khốc liệt. Trong nửa cuối thập niên 1980, Nhật Bản đã trải qua hai đợt bong bóng lớn trên thị trường bất động sản và chứng khoán. Suốt thời gian này, giá bất động sản và chứng khoán tại Phần Lan, Na Uy và Thụy Điển thậm chí còn tăng nhanh hơn tại Nhật Bản. Đầu thập niên 1990, một đợt sóng về giá bất động sản và chứng khoán xuất hiện ở Thái Lan, Malaysia, Indonesia và hầu hết các nước châu Á; năm 1993, giá cổ phiếu tăng tới 100% ở các thị trường này. Nửa cuối thập niên 1990, Mỹ cũng chứng kiến một đợt bong bóng trên thị trường chứng khoán; giá cổ phiếu của các hãng thuộc các ngành công nghệ mới như công nghệ thông tin và các công ty dot.com cũng thay đổi đột biến.

Bong bóng nào rồi cũng sẽ vỡ tung. Theo định nghĩa, bong bóng là sự gia tăng đột biến về giá cả hoặc lòng tiền. Bong bóng giá tài sản tại Nhật Bản nổ tung dẫn đến việc hàng loạt ngân hàng và tổ chức tài chính đổ vỡ, dẫn đến mức tăng trưởng kinh tế ỉa ch trong hơn một thập niên. Bong bóng giá tài sản tại Thái Lan vỡ dẫn đến những hệ quả dây chuyền và giá cổ phiếu giảm sút nghiêm trọng. Một trường hợp ngoại lệ là bong bóng chứng khoán Mỹ năm 2000 nổ tung dẫn tới việc giá cổ phiếu giảm sút trong vài năm, nhưng chỉ khiến nền kinh tế Mỹ năm 2001 suy thoái ở nhẹ trong thời gian ngắn.

Sự thay đổi giá trị hối đoái của đồng đô-la Mỹ trong suốt giai đoạn này thường diễn ra mạnh mẽ. Đầu thập niên 1970, một nghiên cứu thị trường cho thấy giá trị hối đoái của đồng đô-la Mỹ đã giảm từ 10-12% để bù đắp cho tỷ lệ lạm phát cao hơn của Mỹ so với Đức và Nhật Bản trong một vài năm trước. Năm 1971, Mỹ bãi bỏ tỷ lệ quy đổi cố định 35 đô-la Mỹ/ounce vàng được thiết lập từ năm 1934; vài năm sau đó, tỷ lệ này đã có hai đợt tăng nhẹ mặc dù Kho bạc Mỹ không mua hay bán vàng nữa. Nỗ lực nhằm

giữ lại hệ thống tỷ giá cố định Bretton Woods được sửa đổi theo Hiệp định Smithsonian năm 1972 đã thất bại, dẫn đến việc thả nổi tỷ giá vào đầu năm 1973; trong thập niên 1970, đồng đô-la Mỹ đã mất hơn một nửa giá trị so với đồng mác Đức và yên Nhật. Đồng đô-la Mỹ lại được đánh giá cao vào đầu thập niên 1980, mặc dù không quay lại như mức đầu thập niên 1970. Cuộc khủng hoảng về giá trị hối đoái xảy ra với đồng peso Mexico, đồng cruzeiro Brazil, đồng peso Argentina cũng như đồng tiền của hầu hết các nước đang phát triển vào đầu thập niên 1980. Trong sáu tháng cuối năm 1992, đồng mác Phần Lan, đồng krona Thụy Điển, đồng bảng Anh, đồng lira Italia và đồng peseta Tây Ban Nha đều bị mất giá; hầu hết chúng đều bị giảm 30% giá trị so với đồng mác Đức. Trong giai đoạn Mexico chuyển giao quyền tổng thống từ cuối năm 1994 đến đầu năm 1995, đồng peso Mexico giảm hơn một nửa giá trị so với đồng đô-la Mỹ. Mùa hè và thu năm 1997, khi cuộc Khủng hoảng Tài chính châu Á xảy ra, phần lớn đồng tiền châu Á như đồng бат Thái Lan, đồng ringgit Malaysia, đồng rupiah Indonesia và đồng won Hàn Quốc đều bị mất giá trầm trọng trên thị trường ngoại hối.

Sự thay đổi trên thị trường ngoại hối đối với mỗi đồng tiền đơn lẻ thường rõ rệt hơn so với sự khác biệt về tỷ lệ lạm phát giữa các quốc gia. Việc định giá quá cao hay quá thấp đồng nội tệ cũng xảy ra ở hầu khắp các quốc gia mạnh mẽ hơn bất kỳ giai đoạn nào trước đó.

Trong giai đoạn này, giá cả một vài loại hàng hóa thay đổi đến mức đáng kinh ngạc. Đầu thập niên 1970, một ounce vàng có giá 40 đô-la Mỹ thì cuối thập niên 1970 đã tăng lên tới gần 1.000 đô-la Mỹ; vào cuối thập niên 1980, giá một ounce vàng là 450 đô-la Mỹ, còn đến cuối thập niên 1990, mức giá này là 283 đô-la Mỹ. Đầu thập niên 1970, giá dầu thô ở mức 2,5 đô-la Mỹ/thùng, cuối thập niên 1970 là 40 đô-la Mỹ/thùng, giữa thập niên 1980 còn 12 đô-la Mỹ/thùng và cuối thập niên 1980, sau khi Iraq tấn công Kuwait, giá dầu quay về mức 40 đô-la Mỹ/thùng.

Trong thập niên 1980 và 1990, số ngân hàng thua lỗ nhiều hơn bất kỳ thập niên nào trước đó. Một số trường hợp thua lỗ không liên quan đến tình hình quốc gia, như Ngân hàng Franklin National tại New York (Mỹ) và ngân hàng Herstatt AG tại Cologne (Đức) vào đầu thập niên 1970 đã đặt

cược một khoản tiền lớn vào việc giá trị tiền tệ sẽ thay đổi, cả hai ngân hàng này đều đã mất khoản tiền cược đó và buộc phải đóng cửa vì khoản lỗ khổng lồ. Crédit Lyonnais, ngân hàng quốc doanh lớn nhất nước Pháp, đã tạo ra một số lượng lớn các khoản cho vay đến mức khác thường với nỗ lực nhanh chóng tăng trưởng về quy mô, và rốt cuộc các khoản nợ xấu của ngân hàng đã lấy đi của người dân Pháp hơn 30 tỷ đô-la tiền thuế. Ba nghìn quỹ tín dụng và tiết kiệm tại Mỹ bị thua lỗ trong thập niên 1980 gần hơn 100 tỷ đô-la tiền thuế của người dân Mỹ. Thị trường trái phiếu Mỹ sụp đổ đầu thập niên 1990 cũng gây thiệt hại hơn 100 tỷ đô-la.

Hầu hết các ngân hàng thua lỗ trong thập niên 1980 và 1990 đều ảnh hưởng tới toàn bộ hoặc phần lớn các ngân hàng và tổ chức tài chính trong nước. Khi bong bóng bất động sản và chứng khoán tại Nhật Bản nổ tung, các ngân hàng Nhật Bản phải chịu khoản thua lỗ lớn hơn nhiều so với vốn chủ sở hữu của ngân hàng và hầu như toàn bộ các ngân hàng nước này đều phải nhận hỗ trợ từ phía chính phủ. Tình trạng tương tự cũng xảy ra khi đồng tiền Mexico và một loạt đồng tiền của các nước đang phát triển bị mất giá mạnh vào đầu thập niên 1980, hầu hết ngân hàng các nước này đều bị thua lỗ nặng nề từ các khoản cho vay trong nước và sự mất giá của đồng nội tệ. Gần như tất cả các ngân hàng ở Phần Lan, Na Uy và Thụy Điển đều đi đến phá sản khi bong bóng bất động sản và chứng khoán ở các nước này bị vỡ vào đầu thập niên 1990. (Rất nhiều ngân hàng quốc doanh ở nhiều quốc gia cũng hứng chịu các khoản thua lỗ tín dụng nặng nề và có lẽ đã phá sản nếu là ngân hàng tư nhân). Hầu như toàn bộ các ngân hàng của Mexico bị thua lỗ vào cuối năm 1994, khi đồng peso mất giá trầm trọng. Phần lớn các ngân hàng Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc và một số ngân hàng thuộc các quốc gia châu Á khác đã bị phá sản khi cuộc Khủng hoảng Tài chính châu Á xảy ra vào giữa năm 1997 (ngoại trừ các ngân hàng tại Hồng Kông và Singapore).

Các cuộc khủng hoảng tài chính và các ngân hàng thua lỗ là hậu quả từ việc bong bóng giá tài sản nổ tung hoặc việc đồng nội tệ mất giá trên thị trường ngoại hối; trong một số trường hợp, đồng nội tệ mất giá dẫn tới các cuộc khủng hoảng trong khối ngân hàng và ngược lại. Thiệt hại từ các cuộc khủng hoảng trong khối ngân hàng rất nặng nề – khoản thua lỗ của các ngân hàng thuộc mỗi nước ảnh hưởng tới GDP hoặc được coi như một

khoản chi phí của chính phủ, kìm hãm tỷ lệ tăng trưởng kinh tế của nước đó. Khoản thua lỗ của các ngân hàng đóng trụ sở chính ở Tokyo và Osaka có khi chiếm tới hơn 25% GDP của Nhật Bản rồi cuộc là gánh nặng của những người nộp thuế. Khoản thua lỗ của các ngân hàng Argentina chiếm tới 50% GDP của nước này lớn hơn cả mức thua lỗ so với GDP của các ngân hàng Mỹ trong cuộc Đại suy thoái h ồi thập niên 1930.

Các ngân hàng thua lỗ diễn ra trong ba giai đoạn khác nhau: giai đoạn thứ nhất vào đầu thập niên 1980, giai đoạn hai vào đầu thập niên 1990 và giai đoạn ba vào nửa cuối thập niên 1990. Các ngân hàng phá sản, thị trường ngoại hối có những biến động lớn và bong bóng giá tài sản, tất cả liên hệ với nhau theo hệ thống và là kết quả từ việc môi trường kinh tế thay đổi quá nhanh. Thập niên 1970 là thời kỳ lạm phát tăng nhanh, giá cả hàng tiêu dùng của Mỹ ở mức cao kỷ lục trong thời bình. Thị trường vàng bắt đầu dậy sóng vì các nhà đầu tư tin rằng “vàng là lá chắn chống lạm phát”; tuy nhiên, với mức giá của Mỹ, giá vàng tăng gấp nhiều lần giá hàng hóa nói chung. Suốt thập niên 1970, các nhà đầu tư mua vàng vì giá vàng đang tăng và giá vàng tăng vì các nhà đầu tư đua nhau mua vàng. Đầu thập niên 1970, anh em nhà Hunt từ bang Texas đã cố vét hết bạc trên thị trường và giá của kim loại quý này thậm chí còn tăng nhanh hơn cả giá vàng.

Các cuộc đi đầu tra diễn ra thường xuyên cuối thập niên 1970 chỉ ra rằng tỷ lệ lạm phát của Mỹ và thế giới sẽ tăng nhanh. Các nhà phân tích dự đoán giá vàng sẽ lên tới 2.500 đô-la Mỹ/ounce; còn trong lĩnh vực công nghiệp dầu, giá dầu sẽ đạt tới mức 80 - 90 đô-la Mỹ một thùng. Trong thời gian này, người ta thường lấy mốc so sánh là giá 1 ounce vàng tăng hay giảm so với giá 20 thùng dầu.

Mức độ biến động giá trái phiếu và cổ phiếu Mỹ trong thập niên 1970 lớn hơn nhiều so với các thập niên trước. Trong thập niên 1970, lãi suất thực của cả trái phiếu bằng đồng đô-la Mỹ và cổ phiếu trên thị trường Mỹ đều âm. Ngược lại, trong thập niên 1990, lãi suất thực của trái phiếu và cổ phiếu trung bình đạt hơn 15%/năm.

Khoản nợ nước ngoài của các nước Mexico, Brazil, Argentina và các quốc gia đang phát triển khác tăng từ 125 tỷ đô-la Mỹ năm 1972 lên 800 tỷ đô-la

Mỹ năm 1982. Một số ngân hàng quốc tế lớn đóng tại New York, Chicago, Los Angeles, London và Tokyo tăng các khoản vay cho chính phủ và các doanh nghiệp quốc doanh với mức lãi suất trung bình 30%/năm, kéo dài trong mười năm. Một câu nói rập khuôn trong giai đoạn này là chính phủ sẽ không bao giờ vỡ nợ. Trong giai đoạn này, người đi vay có nghĩa vụ thanh toán lãi theo đúng kỳ hạn – nhưng sau đó họ lại nhận được tất cả số tiền trả lãi từ người cho vay dưới dạng các khoản vay mới.

Mùa thu năm 1979, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ; tỷ lệ lãi suất của đồng đô-la Mỹ tăng. Giá vàng lên đến đỉnh điểm vào tháng 1/1980 do tình hình lạm phát đã được đảo ngược. Tiếp theo sau đó là thời kỳ suy thoái kinh tế thế giới trầm trọng.

Năm 1982, đồng peso Mexico, đồng cruzeiro Brazil, đồng peso Argentina và đồng tiền của một loạt các nước đang phát triển bị mất giá trầm trọng, giá cổ phiếu ở các nước này bị tuột dốc và hầu hết các ngân hàng đều bị thua lỗ vì không thu hồi được các khoản cho vay lớn.

Sự tăng trưởng mạnh mẽ của giá bất động sản và giá cổ phiếu ở Nhật Bản trong thập niên 1980 có mối liên hệ mật thiết với sự bùng nổ kinh tế; cuốn *Japan as Number One: Lessons for America* (Nhật Bản là số Một: Bài học cho Mỹ) là cuốn sách bán chạy nhất tại Nhật Bản lúc bấy giờ. Các ngân hàng chính ở Tokyo và Osaka tăng các khoản tiền gửi, cho vay và vốn chủ sở hữu nhanh hơn nhiều so với các ngân hàng có trụ sở tại Mỹ, Đức và các nước châu Âu khác; thông thường trong mười ngân hàng lớn nhất thế giới có đến bảy hoặc tám ngân hàng của Nhật Bản. Đầu thập niên 1990, bong bóng giá bất động sản và giá cổ phiếu ở Nhật Bản nổ tung. Trong vài năm gần đây, rất nhiều ngân hàng hàng đầu và các tổ chức tài chính của Nhật Bản sa sút, phá sản, vỡ nợ và còn duy trì hoạt động duy nhất là vì có một sự ngầm định rằng chính phủ sẽ bảo vệ người gửi tiền tránh thua lỗ trong trường hợp ngân hàng bị đóng cửa. Một câu chuyện ẩn tượng về một cơn điên loạn và sự sụp đổ – nhưng là sự sụp đổ không kéo theo hoảng loạn, xuất phát từ niềm tin rằng chính phủ sẽ gánh đỡ những khoản cho vay không có khả năng thu hồi.

Trong thời gian này, ba nước Bắc Âu – Na Uy, Thụy Điển và Phần Lan cũng gặp phải bong bóng giá tài sản tương tự như Nhật Bản. Sự bùng nổ giá bất động sản và giá cổ phiếu trong nửa cuối thập niên 1980 liên quan đến sự tự do hóa tài chính nối tiếp sau sự sụp đổ về giá bất động sản và giá cổ phiếu cũng như sự thua lỗ của các ngân hàng.

Nền kinh tế Mexico là một câu chuyện hấp dẫn về thành công vào đầu thập niên 1990, khi quốc gia này gia nhập Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ (NAFTA). Ngân hàng Mexico tham gia chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm giảm tỷ lệ lạm phát từ 140% xuống còn dưới 10% trong giai đoạn bốn năm; trong suốt thời kỳ này, hàng trăm doanh nghiệp quốc doanh được tư nhân hóa và quy định kinh doanh được tự do hóa. Vốn đầu tư nước ngoài đổ vào Mexico vì lãi suất thực của chứng khoán chính phủ và lợi nhuận tương lai trong đầu tư công nghiệp đầu cao. Người ta kỳ vọng Mexico sẽ theo cơ chế trả lương thấp, chi phí thấp trong ngành sản xuất ô tô, máy giặt và nhiều mặt hàng sản xuất khác khi xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Canada.

Vì lòng tiền lớn từ nước ngoài chảy vào dẫn đến việc đồng peso trở về giá trị thực của nó, Mexico bị thâm hụt ngân sách tới 7% GDP. Nợ nước ngoài của Mexico chiếm đến 60% GDP, quốc gia này đã lấy số tiền trả lãi cho các khoản nợ nước ngoài đang ngày càng tăng để đầu tư các dự án mới. Sau đó, một vài sự kiện chính trị, một phần liên quan đến cuộc bầu cử tổng thống và chuyển giao quyền lực vào năm 1994, khiến dòng vốn nước ngoài giảm mạnh, chính phủ Mexico không thể tiếp tục trợ giá cho đồng peso trên thị trường ngoại hối, kết quả đồng tiền này mất hơn một nửa giá trị chỉ trong vài tháng. Một lần nữa đồng peso sụt giá dẫn đến những khoản lỗ lớn, các ngân hàng Mexico được tư nhân hóa trong vài năm trước bị đổ vỡ.

Giữa thập niên 1990, giá bất động sản và giá cổ phiếu tăng ở Bangkok, Kuala Lumpur và Indonesia; những “con rồng châu Á” này dường như chắc chắn có thể cạnh tranh với những “con hổ châu Á” của thời kỳ trước – Đài Loan, Hàn Quốc, Hồng Kông và Singapore. Nhiều công ty của Nhật Bản, châu Âu và Mỹ bắt đầu đầu tư vào các quốc gia có nguồn nhân công rẻ và chi phí thấp, nhiều công ty của Mỹ đã đầu tư vào Mexico để có

nguồn cung cấp cho thị trường Bắc Mỹ. Các ngân hàng châu Âu và Nhật Bản nhanh chóng tăng các khoản cho vay tại các nước này. Mùa thu và mùa đông năm 1996, các ngân hàng và tổ chức tín dụng trong nước tại Thái Lan đã phải gánh chịu thua lỗ nặng nề từ các khoản cho vay trong nước do không sáng suốt đánh giá đúng khả năng trả lãi của người đi vay. Các tổ chức tín dụng nước ngoài ngừng mua chứng khoán của Thái Lan; sau đó, Ngân hàng Thái Lan – giống như Ngân hàng Mexico vào thời điểm hơn hai năm trước – không hề có khoản dự trữ ngoại hối để hỗ trợ đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối. Giá đồng бат Thái Lan trên thị trường ngoại hối giảm mạnh vào đầu tháng 7/1997 dẫn tới dòng vốn từ các nước châu Á và giá trị hối đoái của các đồng tiền khác (ngoại trừ đồng đô-la Hồng Kông và yên Nhật vẫn ổn định so với đồng đô-la Mỹ) giảm 30% hoặc hơn nữa. Đồng rupiah của Indonesia giảm tới 80% giá trị trên thị trường ngoại hối. Hầu hết các ngân hàng trong khu vực – ngoại trừ ở Hồng Kông và Singapore – đều rơi vào tình trạng phá sản dù họ đã áp dụng bất cứ luật “điều chỉnh thị trường” nào. Cuộc khủng hoảng lan tràn từ châu Á sang Nga, dẫn đến việc đồng rúp sụt giá và hệ thống ngân hàng của quốc gia sụp đổ vào mùa hè năm 1998. Các nhà đầu tư ngày càng thận trọng hơn, họ bán tháo các mã trái phiếu rủi ro và mua các mã trái phiếu an toàn hơn của chính phủ Mỹ, kết quả là sự thay đổi trong mối quan hệ giữa tỷ lệ lãi suất của hai nhóm trái phiếu này gây ra sự sụp đổ của Long-term Capital Management (LTCM), khi đó là quỹ đầu tư mạo hiểm lớn nhất của Mỹ.

Quy mô các vụ khủng hoảng tài chính lớn trong 30 năm trở lại đây vừa phản ánh một thực tế là ngày càng có nhiều quốc gia tham gia thị trường tài chính quốc tế, vừa cho thấy việc thu thập dữ liệu ngày càng toàn diện hơn. Mặc dù không thể so sánh chính xác giữa các thời điểm khác nhau, chúng ta vẫn có thể kết luận chắc chắn rằng trong 30 năm gần đây, sự đổ vỡ tài chính có quy mô lớn và lan rộng hơn bất cứ giai đoạn nào trong lịch sử.

BONG BÓNG CỔ PHIẾU NASDAQ VÀO THẬP NIÊN 1990

Cổ phiếu của Mỹ được giao dịch trên thị trường OTC hay tại một sở giao dịch có tổ chức, phần lớn là ở Sở Giao dịch Chứng khoán New York, Sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ hay một trong những sở giao dịch chứng

khoán khu vực ở Boston, Chicago và Los Angeles/San Francisco. Mô hình tiêu biểu là cổ phiếu của các doanh nghiệp mới “chân ướt chân ráo” xuất hiện trên thị trường ban đầu được giao dịch trên thị trường OTC và sau đó hầu hết các doanh nghiệp này sẽ chịu phí niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York vì tin rằng cổ phiếu được niêm yết trên thị trường cổ phiếu lớn hơn sẽ có mức giá cao hơn. Một vài doanh nghiệp mới rất thành công trong cuộc cách mạng công nghệ thông tin vào thập niên 1990 – như Microsoft, Cisco, Dell, Intel – là những trường hợp ngoại lệ; họ không chọn giải pháp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York vì cho rằng giao dịch cổ phiếu điện tử trên thị trường OTC nhanh hơn so với giao dịch cổ phiếu tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York theo phương pháp đấu giá mở.

Năm 1990, giá trị thị trường cổ phiếu được giao dịch trên NASDAQ bằng 11% so với giá trị trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York; có thể làm phép so sánh các con số trong năm 1995 và 2000 tương ứng là 12% và 42%. Tỷ lệ giá trị cổ phiếu tăng trung bình hàng năm trên NASDAQ là 30% trong nửa đầu thập niên và 46% trong bốn năm tiếp theo. Một vài doanh nghiệp mới hơn giao dịch trên NASDAQ cuối cùng cũng thành công và thu được nhiều lợi nhuận, như Microsoft và Intel, do đó giá cổ phiếu cao của họ được bảo lãnh. Một điều chắc chắn là tất cả các doanh nghiệp có cổ phiếu giao dịch trên NASDAQ sẽ thành công như Microsoft thì rất ít, bởi nó chỉ ra rằng chia sẻ lợi nhuận từ GDP Mỹ sẽ cao hơn gấp hai hay ba lần so với thời kỳ trước.

Bong bóng giá cổ phiếu tại Mỹ trong nửa cuối thập niên 1990 liên quan đến cuộc bùng nổ kinh tế khác thường của Mỹ; tỷ lệ thất nghiệp và tỷ lệ lạm phát giảm mạnh, tỷ lệ tăng trưởng kinh tế và năng suất đầu tăng. Chính phủ Mỹ đã đạt mức thặng dư tài chính lớn nhất chưa từng có vào năm 2000 sau khoản thâm hụt lớn nhất chưa từng xảy ra vào năm 1990. Những thành công đáng kể của nền kinh tế đã góp phần làm giá cổ phiếu Mỹ tăng lên, dẫn đến chi phí đầu tư và chi phí tiêu dùng tăng, tỷ lệ tăng trưởng kinh tế tăng và doanh thu trong lĩnh vực tài chính tăng tốc đến mức bất ngờ.

Giá cổ phiếu Mỹ bắt đầu giảm vào mùa xuân năm 2000; trong ba năm tiếp theo, nhóm cổ phiếu Mỹ đã giảm 40% giá trị trong khi giá cổ phiếu trên NASDAQ giảm gần 80%.

Một trong những chủ đề của cuốn sách này là bong bóng bất động sản và cổ phiếu Nhật Bản vào nửa cuối thập niên 1980, các bong bóng tương tự ở Bangkok và các trung tâm tài chính ở các quốc gia châu Á lân cận vào giữa thập niên 1990, và bong bóng giá cổ phiếu Mỹ vào nửa cuối thập niên 1990, tất cả chúng liên hệ với nhau một cách hệ thống. Hiện tượng bong bóng vỡ ở Nhật Bản dẫn tới luồng tiền từ Nhật Bản đầu tư ra nước ngoài tăng; một số đổ vào Thái Lan, Malaysia và Indonesia và một số khác đổ vào Mỹ. Luồng tiền đầu tư ra nước ngoài tăng dẫn đến đồng nội tệ được đánh giá cao trên thị trường ngoại hối, đồng thời giá bất động sản và cổ phiếu tăng. Khi bong bóng ở các nước Đông Nam Á nổ tung, luồng tiền vào Mỹ cũng tăng lên khi các nước này hoàn trả một số khoản nợ nước ngoài của mình; đồng đô-la Mỹ định giá cao trên thị trường ngoại hối và thâm hụt thương mại ở Mỹ tăng gần 150 tỷ đô-la Mỹ và đạt mức 500 tỷ đô-la Mỹ.

Việc tăng luồng tiền từ một quốc gia ra nước ngoài hầu như luôn dẫn đến giá chứng khoán giao dịch trong nước đó tăng khi những nhà đầu tư bán chứng khoán trong nước cho các nhà đầu tư nước ngoài sử dụng phần lớn tiền thu được để mua các chứng khoán trong nước khác từ những nhà đầu tư nội địa. Những người bán này lại làm tương tự, sử dụng số tiền thu được để mua chứng khoán từ những người bán trong nước khác. Các giao dịch chứng khoán này đạt mức giá cao chưa từng có. Tiền có được từ việc bán chứng khoán cho các nhà đầu tư nước ngoài lại nhanh chóng chuyển từ nhóm đầu tư này sang nhóm đầu tư khác, với mức giá cao chưa từng thấy.

Các cơn điên loạn và tín dụng

Các cuốn sách viết về khủng hoảng tài chính được xuất bản không theo chu kỳ đầu đặn. Một số lượng lớn các cuốn sách về chủ đề này xuất hiện vào thập niên 1930 sau vụ nổ bong bóng thị trường chứng khoán Mỹ vào cuối thập niên 1920, kéo theo hàng loạt vụ sụp đổ và cuộc Đại suy thoái. Chỉ có vài cuốn sách viết về chủ đề này xuất hiện trong những thập niên

ngay sau Chiến tranh thế giới thứ hai, có lẽ do mức độ suy thoái giai đoạn 1940-1960 tương đối nhẹ.

Cuốn sách này phát hành lần đầu tiên vào năm 1978, sau khi giá cổ phiếu Mỹ giảm 50% vào năm 1973 và 1974, bắt nguồn từ thị trường bò (thị trường theo chiều giá lên) diễn ra suốt 15 năm; sự sụp đổ thị trường cổ phiếu và cuộc suy thoái Mỹ dẫn đến sự phá sản của công ty đường sắt Penn-Central, một vài công ty thép lớn và một số lượng lớn các hãng môi giới ở Phố Wall. Thành phố New York đang bên bờ vỡ nợ với các trái phiếu đang lưu hành và được bang New York cứu thoát khỏi tình trạng này.

MƯỜI BONG BÓNG TÀI CHÍNH LỚN

1. Bong bóng Hoa tulip Hà Lan 1636
2. Bong bóng South Sea 1720
3. Bong bóng Mississippi 1720
4. Bong bóng giá cổ phiếu cuối thập niên 1920: 1927 - 1929
5. Việc tăng đột biến các khoản vay cho Mexico và các nước đang phát triển khác vào thập niên 1970
6. Bong bóng bất động sản và cổ phiếu ở Nhật Bản từ 1985-1989
7. Bong bóng bất động sản và cổ phiếu ở Phần Lan, Na Uy và Thụy Điển từ 1985 - 1989
8. Bong bóng bất động sản và cổ phiếu ở Thái Lan, Malaysia, Indonesia và một số quốc gia châu Á khác từ 1992 - 1997
9. Việc tăng đột biến về đầu tư nước ngoài tại Mexico từ 1990 -1993
10. Bong bóng cổ phiếu thị trường OTC ở Mỹ từ 1995 - 2000

Lần tái bản cuốn sách này xuất hiện sau 30 năm hỗn loạn của thị trường tài chính toàn cầu, một giai đoạn không có sự kiện lịch sử nào mang ý nghĩa

tích cực. Có một cơn điên loạn trong lĩnh vực bất động sản và cổ phiếu ở Nhật Bản vào thập niên 1980, và sau đó là sự sụp đổ vào thập niên 1990. Suốt thời kỳ này còn xuất hiện một cơn điên loạn trong lĩnh vực bất động sản và cổ phiếu ở Phần Lan, Na Uy và Thụy Điển, sau đó là sự sụp đổ. Nửa cuối thập niên 1990 diễn ra cơn điên loạn cổ phiếu Mỹ, tiếp theo là giá cổ phiếu giảm 40% có lẽ đây như là một sự sụp đổ đối với những ai mua lượng lớn cổ phiếu của Enron, MCIWorldCom và các công ty dot.com. Có thể so sánh các bong bóng cổ phiếu ở Mỹ vào thập niên 1920 và 1990, và giữa các bong bóng ở Mỹ và bong bóng ở Nhật Bản vào thập niên 1980.

Bong bóng đầu tiên liên quan đến củ hoa tulip ở Hà Lan vào thế kỷ XVII, đặc biệt là các loại củ hiếm. Hai bong bóng – một ở Anh và một ở Pháp – xảy ra gần như cùng thời kỳ, vào cuối Cuộc chiến Napoleon. Các cơn điên loạn và các cuộc khủng hoảng tài chính vào thế kỷ XIX chủ yếu liên quan đến sự sụp đổ của các ngân hàng, thường là sau khi các dự án đầu tư vào cơ sở hạ tầng được mở rộng, như xây kênh đào và làm đường sắt. Các cuộc khủng hoảng ngoại hối và khủng hoảng ngân hàng diễn ra thường xuyên vào giữa năm 1920 và 1940. Tỷ lệ tăng giá cổ phiếu trong 30 năm gần đây thường cao hơn các thời kỳ trước. Bong bóng bất động sản và cổ phiếu thường xảy ra song hành với nhau; một số nước trải qua bong bóng bất động sản nhưng không có bong bóng cổ phiếu; ngược lại, nước Mỹ trải qua bong bóng giá cổ phiếu vào nửa cuối thập niên 1990 nhưng không có bong bóng bất động sản.

Các cơn điên loạn gây ra những hậu quả bi thảm nhưng không thường xuyên; chỉ có hai bong bóng cổ phiếu Mỹ xuất hiện trong vòng hai thế kỷ trở lại đây. Bong bóng thường liên quan đến chu kỳ mở rộng hoạt động kinh doanh, một phần do trạng thái “phản pho” đi kèm với sự điên loạn dẫn tới tăng mức chi tiêu. Trong thời kỳ xuất hiện cơn điên loạn, việc tăng giá bất động sản, cổ phiếu hay một vài hàng hóa góp phần gia tăng các khoản chi tiêu và đầu tư, từ đó đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế. Các nhà tiên tri dự đoán nền kinh tế tăng trưởng không ngừng và một số nhà đầu tư mạo hiểm tuyên bố rằng sẽ không có thêm đợt suy thoái nào chu kỳ kinh doanh truyền thống của nền kinh tế thị trường đã trở nên lỗi thời. Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế tăng khiến các nhà đầu tư và những người cho

vay có tâm lý lạc quan về tương lai, còn giá tài sản tăng đến chóng mặt – ít nhất là trong một khoảng thời gian.

Các cơn điên loạn – đặc biệt là các cơn điên loạn mang tầm vĩ mô – liên quan đến trạng thái phồn thịnh của nền kinh tế; các doanh nghiệp ngày càng biến động và chi phí đầu tư tăng do tín dụng nhiều. Nửa cuối thập niên 1980, các hãng công nghiệp Nhật Bản có thể vay nhiều với mức họ muốn từ các ngân hàng thân quen ở Tokyo và Osaka; tiền dường như “tự do” (thông thường tiền di chuyển tự do trong thời kỳ cơn điên loạn xuất hiện), người Nhật tiếp tục tiêu xài và đầu tư hoang phí. Họ mua tới 10 nghìn tác phẩm nghệ thuật của Pháp. Một doanh nhân ở Osaka đưa trả giá tới 90 triệu đô-la Mỹ cho bức tranh Portrait of Dr Guichet (Chân dung Guichet) của Van Gogh – mức giá cao nhất được trả cho một bức tranh vào thời đó. Công ty bất động sản Mitsui trả 625 triệu đô-la cho tòa nhà Exxon ở New York, dù giá chào bán ban đầu là 310 triệu đô-la, với lý do họ muốn có tên trong Sách kỷ lục Guinness vì đã trả giá cao nhất cho một tòa nhà văn phòng. Nửa cuối thập niên 1990, các hãng vừa mới thành lập trong ngành công nghệ thông tin và công nghệ sinh học ở Mỹ đã được tiếp cận với nguồn vốn vô hạn từ các nhà đầu tư mạo hiểm – những người tin rằng họ sẽ thu được lợi nhuận lớn khi cổ phiếu các hãng này được chào bán lần đầu ra công chúng.

Trong suốt giai đoạn của trạng thái phồn thịnh, một số lượng lớn các nhà đầu tư tìm kiếm các khoản lợi nhuận ngắn hạn từ việc tăng giá bất động sản và cổ phiếu, hơn là từ lợi nhuận đầu tư dựa trên giá trị sử dụng của các tài sản này. Các cá nhân đầu tư trả giá thấp hơn cho những căn hộ trong giai đoạn tiền xây dựng với dự đoán rằng khi chúng xây được xong, họ sẽ bán với mức giá cao hơn nhiều và thu về những khoản lợi nhuận đáng kể.

Sau đó, một sự kiện – có lẽ là sự thay đổi chính sách của chính phủ, sự sụp đổ không thể lý giải của một doanh nghiệp rõ ràng được đánh giá là sẽ thành công – diễn ra khiến giá tài sản ngừng tăng. Không lâu sau, một số nhà đầu tư đã vay tiền để mua bất động sản hoặc cổ phiếu lâm vào tình trạng khó khăn về tài chính vì các khoản lãi phải trả còn lớn hơn lợi nhuận đầu tư từ tài sản. Giá của các tài sản này giảm xuống thấp hơn giá mua và lúc này những người mua đang “chìm dưới nước” – số tiền họ vay để mua

các tài sản này còn lớn hơn giá trị thị trường hiện tại của chúng. Việc bán rất khó khăn khiến giá tài sản giảm mạnh, kéo theo đó là sự hoảng loạn và sự sụp đổ.

Tình hình kinh tế của một quốc gia sau vài năm vật lộn cùng bong bóng giống như một đứa trẻ tập đi xe đạp; nó phải duy trì đà cho đoạn đường phía trước hay giữ thăng bằng cho xe. Trong cơn điên loạn, giá tài sản sẽ giảm ngay sau khi ngừng tăng – không có trạng thái bình ổn, không có “khoảng cách ở giữa”. Giá tài sản giảm dẫn đến mối lo ngại rằng nó sẽ giảm hơn nữa và hệ thống tài chính sẽ lâm vào “tình trạng khó khăn về tài chính”. Mọi người đổ xô đi bán các tài sản này trước khi giá tiếp tục giảm và sau đó rơi vào cảnh kinh hoàng. Giá hàng hóa – nhà cửa, tòa nhà, bất động sản, cổ phiếu, trái phiếu – sụt giảm tới 30-40% so với mức giá đỉnh điểm. Các vụ phá sản tăng, hoạt động kinh tế trì trệ, thất nghiệp gia tăng.

Các bong bóng này không giống nhau nhưng có một điểm tương đồng. Giá hàng hóa, bất động sản hay cổ phiếu tăng có mối liên hệ với trạng thái phồn thịnh; các gia đình trở nên giàu có hơn và chi tiêu nhiều hơn. Họ tự nhủ: “Chúng ta chưa bao giờ được sống trong thời điểm tuyệt vời đến vậy!” Sau đó, giá tài sản lên đến đỉnh điểm, rồi bắt đầu giảm. Bong bóng nổ tung có mối liên hệ với việc giá hàng hóa, cổ phiếu và bất động sản giảm, và sự suy giảm này thường kéo theo sự sụp đổ và một cuộc khủng hoảng tài chính. Một số cuộc khủng hoảng tài chính được báo trước bằng thực tế là số lượng khoản vay của một nhóm hay một vài nhóm vay tăng đột ngột cao hơn cả mức tăng của giá tài sản hay chứng khoán.

Chủ đề của cuốn sách này là chu kỳ của các cơn điên loạn và hoảng loạn bắt nguồn từ những thay đổi theo chu kỳ của nguồn cung tín dụng; nguồn cung này tăng tương đối mạnh tại những thời điểm thuận lợi, và sau đó khi tăng trưởng kinh tế chậm lại, tỷ lệ tăng trưởng tín dụng thường giảm mạnh. Cơn điên loạn liên quan đến việc giá bất động sản, cổ phiếu, đồng tiền hay hàng hóa tăng ở thời điểm hiện tại và tương lai gần, mức giá này không đồng nhất với mức giá trong tương lai xa của các bất động sản hay cổ phiếu tương tự. Dự đoán giá dầu sẽ tăng 80 đô-la Mỹ/thùng sau mức tăng từ 2,5 đô-la Mỹ/thùng vào đầu thập niên 1970 đến 36 đô-la Mỹ/thùng vào cuối thập niên 1970 quả thực là một cơn thất thường. Trong thời kỳ các

hoạt động kinh tế được mở rộng, các nhà đầu tư ngày càng lạc quan hơn và háo hức tìm kiếm những cơ hội kiếm lời lâu dài, còn những người cho vay thiếu cảnh giác hơn với các rủi ro. Quá nhiều sự hợp lý đã tạo nên sự phi lý, trạng thái phồn vinh lan truyền khắp nơi, chỉ tiêu tiêu dùng và đầu tư tăng. Một suy nghĩ bao trùm khắp nơi là “đã đến lúc phải lên tàu trước khi nó rời bến” và những cơ hội kiếm lời khác thường đã biến mất. Giá tài sản tiếp tục tăng. Các nhà đầu tư mua thêm nhiều tài sản với dự đoán sẽ thu được những khoản lãi ngắn hạn và những tài sản đặc biệt sẽ được mua bằng khoản vay.

Các cuộc khủng hoảng tài chính được phân tích trong cuốn sách này có tác động lớn cả về quy mô và sức ảnh hưởng, đó chủ yếu là các cuộc khủng hoảng quốc tế vì chúng liên quan đến một số quốc gia trong cùng thời điểm hay trong mối quan hệ nhân quả.

Thuật ngữ “bong bóng” chỉ giá tài sản tăng đột ngột trong giai đoạn diễn ra cơn điên loạn của chu kỳ. Gần đây, các bong bóng bất động sản và cổ phiếu đã diễn ra gần như đồng thời ở Nhật Bản và một số quốc gia châu Á. Giá vàng và bạc tăng mạnh vào cuối thập niên 1970 được coi là một bong bóng, nhưng cùng thời điểm đó giá dầu thô tăng lại không phải là bong bóng. Sự khác biệt ở đây là nhiều người mua vàng và bạc trong thập niên của sự hỗn loạn và lạm phát đã dự đoán rằng giá của cả hai kim loại quý này tiếp tục tăng, đồng thời có thể kiếm lời từ việc bán và nắm giữ số lượng hàng hóa này trong các khoảng thời gian tương đối ngắn. Trái lại, nhiều người mua dầu lo lắng về sự đổ vỡ của các nhà cung cấp dầu, bởi hành động của các cacten và cuộc chiến tranh Vịnh Ba Tư sẽ dẫn đến sự thiếu hụt và giá cả tăng.

THƯ DÂY CHUYỀN, MÔ HÌNH KINH DOANH KIM TỰ THÁP, TÀI CHÍNH PONZI, CÁC CƠN ĐIÊN LOẠN VÀ BONG BÓNG

Các thuật ngữ thư dây chuyền, bong bóng, mô hình kinh doanh kim tự tháp, tài chính Ponzi và cơn điên loạn phần nào chồng chéo lên nhau. Chúng ám chỉ sự thay đổi đột ngột các hành vi tài chính, trong đó giá tài sản hiện tại không đồng nhất với giá tài sản tại một thời điểm xa trong tương lai. Tài chính Ponzi liên quan tới sự hứa hẹn trả lãi suất với tỷ lệ 30, 40 hay

50%/tháng; các doanh nhân phát triển mô hình này thường tuyên bố rằng họ đã phát hiện ra các công thức mới, do đó họ có thể kiếm được tỷ suất lợi nhuận cao. Họ hứa hẹn sẽ trả lãi suất trong một vài tháng đầu bằng số tiền nhận được từ những khách hàng mới bị hấp dẫn bởi tỷ suất lợi nhuận cao. Nhưng đến tháng thứ tư hoặc thứ năm, số tiền nhận được từ những khách hàng mới này lại thấp hơn số tiền hứa trả cho lớp khách hàng đầu tiên, do vậy các doanh nhân này chạy trốn sang Brazil hay bị đi tù, hoặc cả hai.

Thư dây chuyền là một hình thức đặc biệt của mô hình kinh doanh kim tự tháp; với quy trình là các cá nhân nhận được một lá thư yêu cầu gửi 1 đô-la (hoặc 10 hoặc 100 đô-la) đến địa chỉ của người ở đỉnh kim tự tháp và gửi lá thư tương tự tới năm người bạn hay người quen trong vòng năm ngày; kết quả là trong vòng 30 ngày bạn sẽ nhận được 64 đô-la trên 1 đô-la mà bạn đã “đầu tư”.

Mô hình kim tự tháp thường liên quan tới việc chia hoa hồng từ doanh số bán chứng khoán, mỹ phẩm hay thực phẩm từ những người bán hàng thật sự cho những người được tuyển vào để trở thành nhân viên bán hàng.

Bong bóng liên quan tới việc mua tài sản, thường là bất động sản hay chứng khoán, không phải vì tỷ suất lợi nhuận thu được từ đầu tư mà vì dự đoán rằng tài sản hay chứng khoán có thể được bán với giá thậm chí cao hơn; thuật ngữ “kẻ ngốc hơn” được sử dụng để chỉ người mua cuối cùng thường mong đợi có thể tìm thấy những kẻ ngốc hơn mình mua lại các cổ phiếu, căn hộ hay thẻ bóng chày.

Thuật ngữ cơn điên loạn ám chỉ sự điên cuồng trong việc mua tài sản nào đó, thường thì giá tăng đi kèm với khối lượng giao dịch tăng; các cá nhân háo hức mua trước khi giá tăng thêm. Thuật ngữ bong bóng chỉ rằng khi giá ngừng tăng, chắc chắn – và đúng trong hầu hết các trường hợp – giá sẽ giảm.

Thư dây chuyền và mô hình kim tự tháp hiếm khi để lại hậu quả cho nền kinh tế vĩ mô, nhưng chúng liên quan tới một thành phần kinh tế riêng biệt và sự phân phối lại thu nhập từ những người đến sau cho những người đến

trước. Bong bóng giá tài sản thường liên quan tới trạng thái phồn thịnh của nền kinh tế và việc tăng chi tiêu hộ gia đình và trong hoạt động kinh doanh, bởi tương lai sẽ tươi sáng hơn nhiều, ít nhất là cho tới thời điểm bong bóng nổ.

Rõ ràng là mối liên hệ liên quan đến sự mở rộng kinh tế lớn mạnh, nhưng chỉ một vài hoạt động mở rộng kinh tế liên quan đến cơn điên loạn. Tuy vậy, mối quan hệ giữa các cơn điên loạn và sự mở rộng kinh tế luôn có ý nghĩa và đáng để tiếp tục nghiên cứu.

Một số nhà kinh tế phản đối quan điểm cho rằng sử dụng thuật ngữ bong bóng là hợp lý bởi nó chỉ hành vi bất hợp lý hay sự không chắc chắn; thay vào đó, họ tìm kiếm lời giải thích cho hiện tượng giá bất động sản hay cổ phiếu tăng phù hợp với những thay đổi trong các nguyên tắc kinh tế cơ bản. Do vậy, việc giá cổ phiếu tăng trên NASDAQ trong thập niên 1990 đã xảy ra vì các nhà đầu tư mong muốn mua cổ phần của các hãng có thể lặp lại thành công ngoạn mục như của Microsoft, Intel, Cisco, Dell và Amgen.

Những hệ quả của chính sách

Sự xuất hiện của một cơn điên loạn hay bong bóng đặt ra vấn đề là chính phủ có nên kìm hãm mức tăng giá tài sản để giảm nguy cơ khủng hoảng tài chính chắc chắn sẽ xảy ra hay giảm thiểu những khó khăn về kinh tế khi giá tài sản bắt đầu giảm. Rõ ràng mọi quốc gia lớn đều thành lập ngân hàng trung ương với vai trò là “người cho vay cuối cùng” để giảm nguy cơ thị trường thiếu tính thanh khoản, đi đầu này khi đội xuống sẽ trở thành cuộc khủng hoảng về thanh khoản. Thực tế đã đặt ra một vấn đề là “người cho vay cuối cùng” quốc tế phải có vai trò giúp đỡ các quốc gia bình ổn giá trị hối đoái của đồng nội tệ và hạn chế nguy cơ đồng nội tệ giảm mạnh, vì thiếu tính thanh khoản sẽ gây ra vô số các vụ phá sản.

Trong cơn khủng hoảng, nhiều doanh nghiệp mới xuất hiện nhanh chóng rơi vào cảnh phá sản bởi một số doanh nghiệp sụp đổ thường dẫn đến việc giá tài sản giảm và nền kinh tế đình trệ. Khi giá tài sản giảm mạnh, sự can thiệp của chính phủ là điều người ta mong đợi để lập lại sự ổn định trong xã hội. Trong các cuộc khủng hoảng tài chính, giá tài sản có lẽ giảm quá

nhieu và đột ngột đến nỗi sự thay đổi về giá là một điều hợp lý. Khi giá tài sản giảm đột ngột, cầu thanh khoản tăng sẽ đẩy các cá nhân và doanh nghiệp lâm vào tình cảnh phá sản, do vậy việc bán tài sản trong những thời điểm khó khăn này càng khiến giá tài sản giảm hơn. Lúc này, người cho vay cuối cùng có thể tạo ra sự ổn định tài chính hay làm giảm sự bất ổn tài chính. Một tình thế khó xử là nếu các nhà đầu tư biết trước rằng chính phủ sẽ hỗ trợ bằng các khoản tài chính hào phóng khi giá tài sản giảm mạnh, thì thị trường sẽ thường xuyên sụp đổ bởi các nhà đầu tư không còn thận trọng khi mua tài sản hay chứng khoán.

Khi phải đối phó với sự sụp đổ hay hoảng loạn, vai trò của người cho vay cuối cùng đầy ắp sự mơ hồ và lâm vào thế tiến thoái lưỡng nan. Thomas Joplin đã chỉ trích hành vi của Ngân hàng Anh trong cuộc khủng hoảng năm 1825: “Có những thời điểm các quy tắc và tiền lệ không thể bị phá vỡ; còn trong các thời điểm khác, không thể an toàn khi bám khư khư vào chúng”. Phá vỡ quy tắc để thiết lập một tiền lệ và một quy tắc mới nên được tôn trọng hay bị phá vỡ khi cần thiết. Trong những hoàn cảnh đó, sự can thiệp này mang tính nghệ thuật nhiều hơn là khoa học. Các nguyên tắc chung chỉ ra rằng nhà nước nên thường xuyên can thiệp hoặc không bao giờ can thiệp đều sai. Vấn đề liên quan đến sự can thiệp của chính phủ lại trở lại với câu hỏi liệu chính phủ Mỹ có nên cứu nguy cho hãng Chrysler vào năm 1979, thành phố New York vào năm 1975 và Ngân hàng Continental Illinois vào năm 1984. Tương tự, liệu

Ngân hàng Anh có nên cứu nguy cho Baring Brothers vào năm 1995 sau khi tên buôn lừa đảo Nick Leeson tại văn phòng chi nhánh Singapore đã rút dần vốn của hãng thông qua các giao dịch bí mật trong các hợp đồng quyền chọn? Vấn đề đặt ra là bất cứ khi nào một nhóm gồm những người đi vay, hoặc các ngân hàng hoặc các tổ chức tài chính khác phải gánh chịu các khoản lỗ lớn thì chắc chắn họ đang ở bên bờ phải đóng cửa, ít nhất là dưới sự đi đầu hành của ông chủ hiện tại. Mỹ đã hành động với tư cách người cho vay cuối cùng vào thời điểm diễn ra cuộc khủng hoảng tài chính Mexico cuối năm 1994. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã hành động với vai trò của người cho vay cuối cùng trong cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra vào năm 1998, chủ yếu là do sự kích động từ phía chính phủ Mỹ và Đức. Song không phải nước Mỹ và cũng không phải Quỹ Tiền tệ Quốc tế sẵn

sàng đóng vai trò là người cho vay cuối cùng trong cuộc khủng hoảng tài chính Argentina đầu năm 2001. Danh sách các tình tiết cho thấy rõ một điều là hiện tại việc đối phó với các cuộc khủng hoảng tài chính vẫn là một vấn đề lớn.

Cuốn *The World in Depression, 1929-1930* (Suy thoái toàn thế giới, 1929-1930) đã kết luận rằng Đại suy thoái thập niên 1930 đã để lại nhiều hậu quả nặng nề, với sức ảnh hưởng lâu dài và dai dẳng do không có tổ chức nào đứng ra đảm nhận vai trò người cho vay cuối cùng. Anh không đủ khả năng nắm giữ vai trò đó vì quốc gia này cũng bị kiệt quệ sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, bị ám ảnh với tỷ lệ quy đổi bảng Anh thành vàng ở thời điểm trước năm 1914 theo nguyên tắc ngang giá và lảo đảo trong giai đoạn phục hồi nền kinh tế kém phát triển vào thập niên 1920. Còn Mỹ không sẵn sàng nắm giữ vai trò người cho vay cuối cùng, dù đôi khi một vài người Mỹ cũng nghĩ tới những việc mà nước này có thể làm khi nắm giữ vai trò đó. Cuốn sách này mở rộng phân tích về trách nhiệm của người cho vay cuối cùng quốc tế.

Những khía cạnh liên quan đến tài chính của các cơn điên loạn và các vụ hoảng loạn là rất quan trọng và được phân tích khá dài trong một vài chương. Quan điểm của các chuyên gia kinh tế là cơn điên loạn sẽ không xuất hiện nếu tỷ lệ tăng trưởng của nền cung tiền ổn định hay bất biến. Nhiều cơn điên loạn liên quan đến sự tăng trưởng tín dụng, song một số khác thì không; tỷ lệ tăng trưởng của nền cung tiền ổn định sẽ làm giảm sự xuất hiện của các cơn điên loạn nhưng không chắc chắn có thể vớt chúng vào “sọt rác” của lịch sử. Tỷ lệ tăng của giá cổ phiếu Mỹ nửa cuối thập niên 1920 cao khác thường so với tỷ lệ tăng trưởng của nền cung tiền; tương tự, tỷ lệ tăng của giá cổ phiếu trên NASDAQ nửa cuối thập niên 1990 tăng vượt trội so với tỷ lệ tăng trưởng của nền cung tiền. Một số chuyên gia kinh tế phân biệt giữa khủng hoảng tài chính “thực” khi hệ thống tiền tệ rút lại hay đồng tiền có giá cao và các cuộc khủng hoảng “giả” thì không như vậy. Sớm hay muộn, các cuộc khủng hoảng tài chính kéo theo cơ sở hệ thống tiền tệ thay đổi cần được phân biệt với hiện tượng nền cung tiền tăng không đáng kể.

Các cơn điên loạn đầu tiên được nhắc đến trong lần xuất bản đầu tiên cuốn sách này là bong bóng South Sea và bong bóng Mississippi giai đoạn 1719 - 1720. Các cơn điên loạn đầu tiên được phân tích trong ấn phẩm này là Kipper-und Wipperzeit, một cuộc suy thoái tiền tệ giai đoạn 1619 - 1622 tại thời điểm bùng nổ Chiến tranh Ba mươi năm, và “bong bóng hoa tulip” vào năm 1636 - 1637 được thảo luận nhiều hơn. Quan điểm cho rằng bong bóng hoa tulip ở Hà Lan xảy ra khi mọi người đều thấy rằng các củ hoa tulip thuộc loại hiếm rất khó trồng, nhưng một khi chúng có thể nhân giống dễ dàng thì giá các loại củ tulip lại giảm mạnh.

Phương thức giải quyết đầu tiên trong lịch sử tập trung vào những kinh nghiệm của châu Âu. Cuộc khủng hoảng gần đây nhất được ghi lại trong cuốn sách này là cuộc khủng hoảng ở Argentina năm 2001. Sự chú ý vào các cuộc khủng hoảng tài chính ở Anh vào thế kỷ XIX đã phản ánh vai trò trung tâm của London trong các thỏa thuận tài chính quốc tế và vô số bài viết của các nhà phân tích đương thời. Trái lại, Amsterdam là thành phố hùng mạnh và có nhiều ưu thế về tài chính trong thế kỷ XVIII, nhưng những thực tế này lại ít được nhắc đến vì việc tiếp cận tài liệu của Hà Lan khá khó khăn.

Sơ lược nội dung các chương

Chương 2 sẽ đề cập cơ sở phân tích, mô hình đầu cơ, việc mở rộng tín dụng, tình trạng khó khăn về tài chính lên đến đỉnh điểm và cuối cùng cuộc khủng hoảng kết thúc bằng sự hoảng loạn và sụp đổ. Mô hình này tiếp nối những tư tưởng cổ điển ban đầu về việc “buôn bán quá khả năng vốn”, theo sau “sự thay đổi đột ngột” và “sự nghi ngờ” – các thuật ngữ khá cũ, được thế hệ các nhà kinh tế học đầu tiên sử dụng, như Adam Smith, John Stuart Mill, Knut Wicksell và Irving Fisher. Giáo sư kinh tế học Hyman Minsky đã phát triển các khái niệm tương tự, ông cho rằng hệ thống tài chính mang tính bất ổn, yếu ớt và dễ xảy ra khủng hoảng. Mô hình Minsky có sức mạnh lý luận mạnh mẽ đối với các cuộc khủng hoảng thời kỳ đầu ở Mỹ và Tây Âu, đối với bong bóng giá tài sản ở Nhật Bản nửa cuối thập niên 1980 và ở Thái Lan, Malaysia và các nước Đông Nam Á khác giữa thập niên 1990, đối với bong bóng cổ phiếu ở Mỹ, đặc biệt với các cổ phiếu được giao dịch trên NASDAQ, vào cuối thập niên 1990.

Chủ đề của Chương 3 là cơn điên loạn xuất hiện trong quá trình mở rộng nền kinh tế. Vấn đề trọng tâm là liệu hiện tượng đầu cơ có thể gây bất ổn cũng như tạo bình ổn hay không – nói cách khác, liệu các thị trường có luôn hợp lý hay không. Bản chất của các sự kiện bên ngoài, cú sốc ngoại sinh gây ra cơn điên loạn được phân tích trong các bối cảnh lịch sử khác nhau, trong đó có thời kỳ mở màn và kết thúc của một cuộc chiến tranh, hàng loạt các vụ mùa bội thu và thất thu, việc mở rộng các thị trường mới, các nguồn cung mới và sự phát triển của nhiều phát kiến khác nhau – đường sắt, điện và thư điện tử. Một hiệu ứng gần đây gây sốc đối với hệ thống là chính sách tự do hóa tài chính hay bãi bỏ quy định của Nhật Bản, các nước Scandinavia, một số quốc gia châu Á, Mexico và Nga. Sự bãi bỏ quy định dẫn tới việc tiền tệ, vốn vay nước ngoài và đầu cơ được mở rộng hơn.

Các nhà đầu tư đã đầu cơ các mặt hàng xuất khẩu, nhập khẩu, bất động sản nông nghiệp trong và ngoài nước, cao ốc, ngành đường sắt, các ngân hàng mới, các tổ chức cho vay chiết khấu, cổ phiếu, trái phiếu (cả trong và ngoài nước), các cổ phiếu hấp dẫn, nghiệp đoàn, trung tâm mua sắm và tòa nhà văn phòng. Sự đầu cơ thái quá đã thiêu đốt họ nhưng không hề gây tổn hại đến nền kinh tế, dù các nhà đầu tư phải gánh chịu các khoản lỗ lớn. Một vấn đề đặt ra là trạng thái phồn thịnh về sự tăng trưởng kinh tế sẽ gây nguy hại đến sự ổn định tài chính nếu xuất hiện hai hay nhiều mục tiêu đầu cơ, một vụ mùa thất thu, cùng với một cơn điên loạn về đường sắt, hoạt động đầu cơ bất động sản ồ ạt hoặc bong bóng bất động sản và cổ phiếu tại cùng thời điểm.

Chương 4 tập trung phân tích các khía cạnh của các cơn điên loạn và hoảng loạn. Việc đúc tiền, phát hiện các kim loại quý, sự thay đổi chỉ số vàng và bạc theo chế độ hai bản vị, sự thành công ngoài mong đợi của cuộc biến động cổ phiếu và trái phiếu, tỷ lệ lãi suất giảm mạnh do sự chuyển đổi hàng loạt các khoản nợ hay sự mở rộng các cơ sở tiền tệ, tất cả sẽ gây ra sự bùng nổ và hoảng loạn. Tỷ lệ lãi suất tăng mạnh sẽ gây tổn hại lớn khi những người gửi rút tiền khỏi các ngân hàng và tổ chức tiết kiệm; các tổ chức này vẫn giữ cổ phiếu dài hạn khi giá đang giảm. Các cải cách tài chính có thể gây sốc cho hệ thống, dẫn tới việc đầu tư thái quá trong một số dịch vụ tài chính.

Cuốn sách này cũng nêu bật những khó khăn trong việc quản lý cơ chế tiền tệ để tránh các cơn điên loạn và bong bóng. Tiền là một hàng hóa công cộng nhưng các tổ chức tư nhân có các phương thức quản lý tài chính khác nhau. Hơn nữa, việc điều chỉnh hệ thống ngân hàng là rất khó. Các nhà kinh tế học ngày nay khẳng định rằng rất nhiều khó khăn có tính chất chu kỳ bắt nguồn từ những sai lầm trong quản lý cơ chế tiền tệ. Những sai lầm đó thường xuyên xuất hiện và rất nghiêm trọng. Tuy nhiên, Chương 4 cũng lập luận rằng ngay cả khi nguồn cung tiền được điều chỉnh theo nhu cầu của nền kinh tế thì cơ chế tiền tệ vẫn không thể giữ nguyên trong một thời gian dài. Khi chính phủ có thể tạo ra một hàng hóa công cộng là tiền, thì nó cũng có thể tạo ra các hàng hóa thay thế, đúng ngay lúc các luật sư phát hiện ra các lỗ hổng của luật thuế và hệ thống pháp lý đã kịp thời lấp đầy chúng. Sự phát triển từ tiền đồng thành tiền giấy, hối phiếu, tiền gửi ngân hàng và giấy tờ có giá đã chứng minh cho điểm trên. Trường phái tiền tệ có lẽ đúng khi nhận định rằng nguồn cung tiền cần cố định, nhưng sẽ là sai lầm khi tin rằng nguồn cung tiền cố định mãi mãi.

Chương 5 tập trung vào các khía cạnh của giai đoạn khủng hoảng. Một vấn đề đặt ra là liệu các cơn điên loạn có thể tạm dừng lại nếu có lời cảnh báo chính thức – mang tính chất đạo đức – hay không. Bằng chứng chỉ ra rằng điều đó là không thể, hay ít nhất là có rất nhiều cuộc khủng hoảng đã diễn ra sau những lời cảnh báo nhằm ngăn chặn chúng. Ngày 6/12/1996, Alan Greenspan, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã có một tuyên bố nổi tiếng là ông cho rằng thị trường cổ phiếu Mỹ đầy rẫy sự phi lý. Chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones đã ở mức 6.600 điểm, sau đó lên mức đỉnh là 11.700 điểm. Vào thời điểm Alan Greenspan phát biểu, chỉ số NASDAQ là 1.300 và bốn năm sau lên mức đỉnh 5.000. Tháng 2/1929, một lời cảnh báo tương tự do Paul M. Warburg – giám đốc một ngân hàng tư nhân, và là một trong những người sáng lập hệ thống Dự trữ Liên bang – đưa ra cũng không thể làm chậm lại sự gia tăng đột ngột của thị trường cổ phiếu. Bản chất của sự kiện dẫn đến một bước ngoặt được thảo luận trong chương này: một số vụ phá sản, tham ô hay mất tiêu cực đã bị đôn đại hay lộ tẩy, tỷ lệ chiết khấu của ngân hàng trung ương tăng mạnh với mục đích tạm ngừng tình trạng “chảy máu tiền tệ” trong và ngoài nước. Sau đó là sự tương tác của việc giá hàng hóa giảm – khủng hoảng và những tác động vào tính thanh khoản của nền kinh tế.

Chương 6 đề cập sự lây lan của các cơn điên loạn và sau đó là hoảng loạn trên phạm vi quốc gia. Lịch sử đúc kết rằng sự bùng nổ trong một thị trường sẽ lan truyền sang các thị trường khác. “Bùng nổ nhà ở tại Boston kéo theo bùng nổ đầu tư”. Do vậy, khủng hoảng tài chính sẽ trầm trọng hơn nếu có nhiều hơn hai loại tài sản bị đầu cơ. Khi sự sụp đổ xảy ra, hệ thống ngân hàng có thể co lại và các ngân hàng hạn chế tín dụng để giảm thiểu nguy cơ gánh chịu những khoản lỗ lớn ngay cả khi nguồn cung tiền không đổi; thực tế có thể nguồn cung tiền đang tăng. Mối liên hệ giữa những thay đổi về giá cả trên các thị trường hàng hóa và cổ phiếu được thể hiện rõ ở New York vào năm 1921 và cuối thập niên 1920, và các mối liên hệ chặt chẽ giữa cổ phiếu và bất động sản vào cuối thập niên 1980 ở Nhật Bản, Na Uy, Thụy Điển và Phần Lan.

Chương 7 tập trung vào sự lây lan của các cơn điên loạn và các cuộc khủng hoảng trên phạm vi quốc tế. Giữa các quốc gia có nhiều mối liên hệ, trong các lĩnh vực như thương mại, thị trường vốn, các luồng tiền “nóng”, sự thay đổi tỷ lệ dự trữ vàng và ngoại hối của ngân hàng trung ương, sự dao động giá cả hàng hóa, chứng khoán hay đồng nội tệ, sự thay đổi tỷ lệ lãi suất, và trạng thái phẫn phơ hay ảm đạm lan truyền trực tiếp trong giới đầu cơ. Một số cuộc khủng hoảng mang tính địa phương, một số mang tầm quốc tế. Đi đâu gì tạo ra sự khác biệt này? Chẳng hạn, liệu có phải cơn hoảng loạn năm 1907 ở New York đã đẩy ngân hàng Società Bancaria Italiana đến bờ sụp đổ khi Paris gây sức ép với thành phố Turin (Italia) qua việc hàng loạt các khoản tiền gửi được rút ra? Ở đây có sự mơ hồ Chính sách thắt chặt tiền tệ của các trung tâm tài chính hoặc có thể thu hút các nguồn vốn hoặc loại bỏ chúng, đi đâu đó phụ thuộc vào sự kỳ vọng tỷ lệ lãi suất tăng. Với sự kỳ vọng bất hợp lý – không lo ngại đến sự xuất hiện khủng hoảng hay sự sụt giảm đồng tiền – tỷ lệ chiết khấu tăng thu hút nguồn vốn từ nước ngoài và đi đâu này đảm bảo tính thanh khoản của thị trường; với kỳ vọng sự thay đổi hợp lý – giá cả sụt giảm, các cuộc phá sản hay sự sụt giảm ngoại hối – tỷ lệ chiết khấu tăng nhắc nhở các nhà đầu tư nước ngoài nên chuyển vốn chứ không nên thêm vào các nguồn vốn mới. Thông thường vấn đề này tương tự như đời sống của nền kinh tế. Giá cả hàng hóa tăng khiến người tiêu dùng hoặc giảm chi tiêu bởi họ cho rằng giá cả sẽ giảm, hoặc mua trước khi giá tiếp tục tăng. Ngay cả khi sự kỳ vọng là bất hợp lý và ngân hàng trung ương tăng tỷ lệ chiết khấu để lại

những phản ứng phù hợp, thì việc chậm phản ứng trong thời gian dài cũng khiến các cuộc khủng hoảng bất ngờ ập đến.

Một phương pháp phát hiện dấu hiệu khủng hoảng tài chính khá phức tạp nhưng không thông dụng là đột ngột tạm dừng các khoản cho vay nước ngoài do cuộc khủng hoảng bùng nổ trong nước; vì vậy, cuộc khủng hoảng bùng nổ ở Đức và Áo vào năm 1873 dẫn tới các dòng vốn chảy ra nước ngoài giảm và khiến công ty đầu tư Jay Cooke của Mỹ phải lao đao. Những diễn biến tương tự cũng xảy ra với cuộc khủng hoảng Baring năm 1890 khi những rắc rối ở Argentina khiến người Anh tạm dừng cho vay đối với Nam Phi, Australia, Mỹ và các nước Mỹ Latinh. Sự bùng nổ thị trường cổ phiếu ở New York cuối thập niên 1920 khiến người Mỹ mua ít trái phiếu mới được phát hành của Đức và các nước Mỹ Latinh vào năm 1928, đi đầu này đẩy họ đến bên bờ suy thoái. Việc tạm dừng giao dịch nước ngoài cũng đẩy thế giới lâm vào suy thoái, đi đầu này cũng phản hồi lại với nước khởi nguồn quá trình đó.

Chương 8 nhấn mạnh mối quan hệ giữa ba bong bóng giá tài sản trong 50 năm cuối thế kỷ XX. Bong bóng đầu tiên là ở Tokyo vào nửa cuối thập niên 1980, thứ hai là ở Bangkok, Kuala Lumpur, Jakarta và các thủ đô khác trong khu vực vào giữa thập niên 1990, thứ ba là New York vào nửa cuối thập niên 1990. Cũng không hoàn toàn chính xác khi nhận định rằng ba bong bóng giá tài sản này là những sự kiện độc lập; chủ đề của chương này là mối quan hệ mang tính hệ thống giữa chúng. Bong bóng ở Nhật Bản được gọi là sui generis; khi nó bùng nổ vào đầu thập niên 1990, các dòng vốn chảy vào cả Trung Quốc, một số quốc gia châu Á và Mỹ gia tăng. Giá trị đồng tiền và giá tài sản ở các quốc gia nhận tiền từ Nhật Bản cũng được đi đầu chỉnh tăng theo dòng vốn nước ngoài. Khi bong bóng giá cổ phiếu và giá bất động sản ở Bangkok và các thủ đô khác thuộc châu Á bùng nổ vào năm 1997 và 1998, một dòng vốn đổ vào New York đã nổi lên khi những người đi vay ở các quốc gia châu Á này tìm cách giảm các khoản nợ của mình. Giá trị hối đoái của đồng đô-la Mỹ và giá các tài sản của Mỹ tăng lên theo sự gia tăng của dòng vốn từ nước ngoài đổ vào. Tiền phải chảy đến một chỗ nào đó, và kết quả là giá cổ phiếu của Mỹ đã tăng lên ở mức khá cao.

Chương 9 xem xét sự lừa đảo xảy ra trong giai đoạn xảy ra cơn điên loạn và sau đó là giai đoạn hoảng loạn. Sự kết hợp giữa việc các tổ chức tiết kiệm bị phá sản và các trái phiếu rủi ro tăng trưởng mạnh trong những năm 1980 đã lấy đi 150 tỷ

đô-la của những công dân đóng thuế ở Mỹ. Các tập đoàn như Enron, MCIWorldCom, Tyco, Dynegy, Adelphia Cable giống như bộ sưu tập những kẻ phạm tội vào thập niên 1990. Sau đó, các hệ thống quỹ tương hỗ lớn của Mỹ đã phải sử dụng các biện pháp phòng chống rủi ro. Các cuộc phá sản và hoảng loạn thường bị sự lạm quyền, phi pháp và tham nhũng của giới quan chức trong suốt thời kỳ cơn điên loạn làm trầm trọng thêm. Lịch sử ghi nhận rằng lừa đảo là một phản ứng đối với lòng ham muốn giàu có được kích thích bởi sự bùng nổ; vì muốn theo kịp người khác nên con người dính vào hành vi gian lận. Khi hệ thống tài chính bị kéo căng, các tổ chức mất tính thanh khoản và các vụ lừa đảo không thành công sẽ lộ tẩy, tham vọng chiếm đoạt tài sản và việc đào tẩu trở nên không thể cưỡng lại.

TÙ TỘI VÀ CÁC HÌNH PHẠT TÀI CHÍNH: HÀNH VI TÀI CHÍNH TRONG THỜI KỲ BÙNG NỔ KINH TẾ MỸ THẬP NIÊN 1990

Enron là một điển hình thành công vào thời kỳ bùng nổ thập niên 1990; nó đã chuyển mình từ một công ty sở hữu các đường ống dẫn khí đốt tự nhiên thành công ty tài chính kinh doanh khí đốt tự nhiên, dầu, điện và băng thông rộng cũng như sở hữu hệ thống sản xuất nước và hệ thống phát điện. Nhận thấy cần phải duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận liên tục của Enron để giữ giá cổ phiếu cao vào cuối thập niên 1990, các lãnh đạo cấp cao của công ty bắt đầu sử dụng các phương tiện tài trợ vốn ngoài bảng để huy động vốn phát triển công ty. Họ cũng đẩy giá cao đặc biệt đối với các vị trí giao dịch dài hạn, nhờ đó, công ty có thể báo cáo lợi nhuận thương mại đang tăng lên. Sự sụp đổ của Enron dẫn đến sự thất bại của Arthur Andersen – một công ty từng được coi là hãng kiểm toán toàn cầu.

MCIWorldCom là một trong những hãng truyền thông phát triển nhanh nhất. Một lần nữa nhu cầu muốn thể hiện sự tăng trưởng liên tục trong lợi nhuận đã khiến các nhà quản lý của hãng tuyên bố rằng một vài tỷ đô-la chi phí nên được coi như các khoản đầu tư. Jack Grubman, từng là một trong

những “nhà thông thái” ở Salomon Smith Barney (một đơn vị của Citibank Group), liên tục khuếch trương cổ phiếu MCIWorldCom. Henry Blodgett – nhà phân tích chứng khoán cho Merrill Lynch – đã viết email nhạo báng triển vọng kinh tế của một số công ty mà lẽ ra ông ta phải khuyến khích đầu tư. Merry Lynch đã phải trả 100 triệu đô-la để gỡ bỏ câu chuyện này khỏi trang nhất của các tờ báo. Mười hăng đầu tư ngân hàng đã trả 1,4 tỷ đô-la cho các phiên tòa. Chủ tịch và giám đốc điều hành của Sở Giao dịch Chứng khoán New York đã phải từ chức ngay sau khi việc ông này nhận một khoản lương thưởng lên tới hơn 150 triệu đô-la bị phát hiện. Sở giao dịch vừa là nơi giao dịch cổ phiếu vừa là cơ quan điều tiết, và hóa ra giám đốc một số công ty nằm trong phạm vi điều tiết lại ở trong ban điều hành sở giao dịch và tham gia quyết định về khoản lương thưởng trên. Sau đó, một số lượng lớn các quỹ đầu tư lớn của Mỹ tiết lộ là đã cho phép các doanh nghiệp giao dịch với thông tin cũ rích.

Số lượng các cá nhân phải vào tù nhiều hơn bất kỳ một cuộc khủng hoảng nào trước đây, một số khác đang phải chờ xử án. Sáu quan chức cấp cao của Enron đã phải vào tù. Một nhân viên của Arthur Andersen từng tham gia kiểm toán Enron và hai quan chức tài chính cấp cao của MCIWorldCom cũng vậy. Martha Stewart vi phạm pháp luật và bị phạt tù 5 năm.

Chương 10 và 11 đề cập vấn đề quản lý khủng hoảng trên phạm vi quốc gia. Chương 10 xem xét các hình thức phản ứng trong nước đối với khủng hoảng. Các chính phủ hoặc có thể không làm gì hoặc ngược lại áp dụng hàng loạt biện pháp khác nhau. Những người cho rằng thị trường là hợp lý và có thể tự điều chỉnh thích cách tiếp cận không làm gì cả; theo một công thức, sẽ tốt hơn khi nên kinh tế trải qua lạm phát và phá sản để thoát khỏi những sai lầm và sự bùng nổ quá mức. Một số biện pháp khác là ngày nghỉ, các ngày nghỉ của ngân hàng, phát hành chứng khoán tạm thời, bảo lãnh các khoản nợ, phát hành nợ chính phủ, bảo hiểm tiền gửi và thiết lập các thể chế đặc biệt giống như Reconstruction Finance Corporation (Công ty Tài chính Tái thiết) ở Mỹ (năm 1932) hoặc Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) ở Italia (năm 1933). Một thuật ngữ của Italia mang tính văn chương gọi quá trình đó là “cứu vớt” các ngân hàng và công ty; còn vào năm 1974 - 1975, Anh coi việc cứu sống các ngân hàng như là cứu “con thuyền” bị đắm.

Chương 11 tập trung vào các vấn đề liên quan đến người cho vay cuối cùng trong nước – chủ yếu là vấn đề liệu có nên có một người cho vay cuối cùng hay không, ai sẽ đảm nhận vai trò này và hoạt động của nó thế nào. Một chủ đề chính là “rủi ro đạo đức” – nếu các nhà đầu tư tin rằng người cho vay cuối cùng sẽ giúp họ thoát khỏi tình cảnh khó khăn, khả năng tự lực của họ sẽ giảm dần. Nhưng mặt khác, sự ưu tiên này có thể ngăn chặn cơn hoảng loạn và “cứu hệ thống ngày nay”, mặc dù nó có gây những bất lợi cho nhà đầu tư. Nếu người cho vay cuối cùng tồn tại, tổ chức này sẽ cứu ai? Thành viên của tổ chức này là những ai? Những người ngoài cuộc và những người trong cuộc? Chỉ là vấn đề khả năng thanh toán, vậy nếu việc mất tính thanh khoản diễn ra thì sao? Tuy nhiên tính thanh khoản phụ thuộc vào phạm vi và thời gian diễn ra cơn hoảng loạn. Đây là các vấn đề liên quan đến chính trị, chúng phải được xem xét cụ thể khi cần có sự tham gia của cơ quan lập pháp để tăng vốn của Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC (Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang) hoặc Federal Savings and Loan Insurance Corporation - FSLIC (Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi và Tiết kiệm Liên bang), khi một hay những tổ chức khác hết tiền cho các ngân hàng vay trong thời kỳ khó khăn. Trong thập niên 1990, vấn đề này đặc biệt khó khăn với Nhật Bản, nơi bong bóng cổ phiếu Nikkei nổ tung vào năm 1990 khi các ngân hàng, liên đoàn tín dụng và các tổ chức tín dụng khác không thể thu hồi các khoản nợ xấu bất động sản, chính phủ đang phải đối mặt với một vấn đề đầu đầu là gánh nặng đổ lên đầu người nộp thuế là bao nhiêu. Đặc biệt là có tình trạng rối loạn trong chính phủ Nhật Bản vào thập niên 1990, chậm đưa ra giải pháp đối phó với khủng hoảng và chậm hành động.

Chương 12 tập trung vào nhu cầu cần có một người cho vay cuối cùng quốc tế nhằm tạo ra sự ổn định cho hệ thống tiền tệ chung, mặc dù không có chính phủ hay cơ quan nào chịu trách nhiệm cung cấp loại hàng hóa công cộng này. Chính phủ Mỹ hỗ trợ Mexico lần đầu vào năm 1982 và tiếp theo là vào năm 1994, dựa trên cơ sở các nước tham gia Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ (NAFTA) cần đoàn kết với nhau và rằng sự hỗ trợ dành cho Mexico nên hạn chế hay vô hiệu hóa hệ quả dây chuyền, đồng thời ngăn chặn sự sụp đổ của các khoản vay dành cho “thị trường mới nổi” ở các nước Brazil, Argentina và các quốc gia đang phát triển khác. Việc đồng loạt của Thái Lan giảm giá mạnh đầu mùa hè năm 1997 đã châm ngòi cho

các cuộc khủng hoảng ở các quốc gia châu Á lân cận như Indonesia, Malaysia và Hàn Quốc cũng như Singapore, Hồng Kông và Đài loan.

Chương cuối cùng tập trung tìm câu trả lời cho hai vấn đề thứ nhất là tại sao có quá nhiều cuộc khủng hoảng kinh tế diễn ra với nền kinh tế tài chính toàn cầu trong 30 năm gần đây, và thứ hai là liệu người cho vay cuối cùng quốc tế có tạo ra sự khác biệt gì hay không. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) được thành lập vào thập niên 1940 hoạt động như một người cho vay cuối cùng và lấp đầy lỗ hổng của tổ chức này; có quan điểm cho rằng các cuộc khủng hoảng tài chính vào thập niên 1920 và 1930 sẽ bớt tàn khốc hơn nếu xuất hiện người cho vay cuối cùng. Số lượng lớn các cuộc khủng hoảng trong 30 năm lại đây dẫn đến một vấn đề là liệu sự xuất hiện của IMF với tư cách nhà cung cấp nội tệ cho các nước phải gánh chịu cuộc khủng hoảng tài chính có khuyến khích các chính sách tài chính trong nước quá hoang phí hay không.

Việc quản lý tài chính cần có một người cho vay cuối cùng để ngăn chặn tình trạng kéo dài các cơn hoảng loạn đi liên với các vụ sụp đổ về giá tài sản. Tuy nhiên, sự cam kết rằng một tổ chức như vậy là cần thiết nên được phân biệt với quan điểm cho rằng các cá nhân đi vay sẽ “nhảy dù” nếu được gia hạn quá mức. Chẳng hạn, sự không chắc chắn về việc liệu New York có được hỗ trợ không và ai sẽ hỗ trợ, về lâu dài có thể là đúng. Đây là một thủ đoạn tinh vi: luôn trợ giúp nhằm ngăn chặn sự giảm phát không cần thiết, nhưng không cho biết chắc chắn là liệu sự trợ giúp đó có đến kịp thời hay không, mục đích là khiến các nhà đầu cơ, ngân hàng, các thành phố hoặc các quốc gia nâng cao tính thận trọng. Trong tác phẩm *Candide* (Chàng ngây thơ) của Voltaire, một vị tướng đã bị chém đầu với mục đích “giúp mọi người có thêm lòng can đảm”. Những trò ảo thuật khéo léo rất cần thiết để “khuyến khích” mọi người (tất nhiên là không phải chém đầu thật sự) tham gia các hoạt động của người cho vay cuối cùng, bởi một phương án khác có thể để lại cái giá đắt cho hệ thống kinh tế.

Chương 2: GIẢI PHẪU MỘT CUỘC KHỦNG HOẢNG ĐIỂN HÌNH

Lịch sử và kinh tế

Đối với các nhà sử học, mỗi sự kiện là độc nhất. Ngược lại, các nhà kinh tế học cho rằng luôn có các mô hình t ần tại trong những dữ liệu và sự kiện riêng biệt. Lịch sử là cái cá biệt; kinh tế là cái phổ biến. Chu kỳ kinh doanh là một chuẩn mực đặc trưng của n ền kinh tế thị trường; tăng đầu tư vào nhà máy và thiết bị sản xuất dẫn tới tăng thu nhập cho các hộ gia đình và tỷ lệ tăng trưởng thu nhập quốc dân. Kinh tế học vĩ mô tập trung lý giải các biến động theo chu kỳ của tỷ lệ tăng trưởng thu nhập quốc dân liên quan đến tỷ lệ tăng trưởng theo xu hướng dài hạn.

Chương này sẽ trình bày mô hình kinh tế của một cuộc khủng hoảng tài chính điển hình, còn các chương tiếp theo đề cập những thời kỳ khác nhau của các cơn điên loạn về đầu cơ dẫn tới khủng hoảng. Mô hình của các cuộc khủng hoảng tài chính này bao gồm chu trình bùng nổ – sụp đổ và chú trọng vào bản chất từng thời kỳ của các cơn điên loạn, đến sau chúng là các cuộc khủng hoảng. Mô hình này khác với các mô hình vốn chỉ tập trung vào những biến đổi và tính chu kỳ của các quá trình mở rộng hay thu hẹp n ền kinh tế, trong đó bao gồm chu kỳ hàng t ần kho của Kitchin kéo dài 39 tháng, chu kỳ Juglar về việc đầu tư vào nhà máy và thiết bị sản xuất kéo dài bảy hoặc tám năm, còn chu kỳ Kuznets kéo dài 20 năm thể hiện rõ xu thế xây dựng nhà ở tăng hay giảm. Trong hơn 60 năm đầu của thế kỷ XIX, các cuộc khủng hoảng diễn ra đầu đặn mười năm một lần (1816, 1826, 1837, 1847, 1857, 1866), sau đó dần dần (1873, 1907, 1921, 1929).

Mô hình khủng hoảng tài chính

Giáo sư kinh tế học Hyman Minsky đã phát triển một mô hình lý giải các cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ, Anh và các n ền kinh tế thị trường khác. Giáo sư Minsky nhấn mạnh những thay đổi mang tính tương quan tích cực (càng tăng trưởng nhanh thì tiết kiệm và đầu tư càng nhiều) về nguồn cung

tín dụng, nghĩa là nguồn cung tín dụng tăng khi nền kinh tế bùng nổ và giảm khi nền kinh tế suy thoái. Trong suốt giai đoạn mở rộng, các nhà đầu tư lạc quan hơn về tương lai và đưa ra các đánh giá về khả năng sinh lãi cao hơn đối với một loạt danh mục đầu tư, do vậy họ rất mong muốn được vay tiền. Đồng thời, các đánh giá rủi ro đối với các danh mục đầu tư cá nhân từ phía các tổ chức cho vay và sự từ chối cho vay cũng giảm đi, do vậy họ sẵn sàng vay tiền, trong đó có cả một số khoản đầu tư trước đó được xem là có độ rủi ro cao.

Khi tình hình kinh tế đình trệ, các nhà đầu tư trở nên ít lạc quan hơn, thay vào đó họ thận trọng hơn. Đồng thời, các khoản lỗ từ việc cho vay tăng lên và các tổ chức cho vay trở nên cẩn trọng hơn rất nhiều.

Minsky tin rằng nguồn cung tín dụng tăng trong thời kỳ nền kinh tế phát triển và giảm trong thời kỳ kém phát triển hơn sẽ gia tăng khả năng dễ đổ vỡ của hệ thống tài chính cũng như nguy cơ xảy ra các cuộc khủng hoảng tài chính.

Mô hình này xuất hiện trong các thuyết kinh tế của các nhà kinh tế cổ điển, như John Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell và Irving Fisher, họ tập trung vào tính bất ổn của việc bơm tín dụng. Minsky đã tiếp nối thuyết của Fisher và đề cập một yếu tố cực kỳ quan trọng là hành vi của những người đi vay nhiều, đặc biệt là những người đi vay nhiều để đầu tư bất động sản, cổ phiếu hay các mặt hàng nhằm thu lợi nhuận trong ngắn hạn. Động cơ của các giao dịch này là do các nhà đầu tư dự đoán rằng giá tài sản sẽ tăng và cao hơn so với tỷ lệ lãi suất phải trả cho khoản vay đầu tư. Khi nền kinh tế đi xuống, một số người đi vay có lẽ sẽ thất vọng bởi mức tăng giá tài sản thấp hơn tỷ lệ lãi suất phải trả cho khoản vay đầu tư, do vậy nhiều người trong số đó cố gắng bán tháo các danh mục đầu tư của mình.

Minsky lập luận rằng các sự kiện dẫn đến cuộc khủng hoảng thường bắt đầu bằng “hiệu ứng thay đổi trạng thái”, một cú sốc ngoại sinh nào đó bên ngoài hệ thống kinh tế vĩ mô. Nếu cú sốc đó đủ lớn và có sức lan truyền mạnh, triển vọng kinh tế và những cơ hội được dự đoán mang lại lợi nhuận cao sẽ diễn ra trong ít nhất một lĩnh vực nhạy cảm của nền kinh tế. Các

doanh nghiệp và cá nhân sẽ vay tiền để đầu tư vào một số danh mục đầu tư được dự đoán là mang lại lợi nhuận cao. Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế sẽ tăng mạnh và lần lượt nhận được ngày càng nhiều phản hồi lạc quan. Những lời lẽ như “Nhật Bản là số một”, “Phép màu Đông Á” hay “Nền kinh tế của một nước Mỹ mới” là cảm nhận mới đầy lạc quan và sâu sắc về bối cảnh kinh tế. Mỗi quốc gia diễn đạt bằng những từ ngữ khác nhau song hàm ý thì giống nhau.

Bản chất của các cú sốc biến đổi qua các cuộc bùng nổ đầu cơ. Cú sốc ở Mỹ vào thập niên 1920 là sự phát triển mạnh mẽ trong lĩnh vực sản xuất ô tô và đường cao tốc, kết hợp với quy trình điện khí hóa gần như trên toàn quốc và việc mở rộng quy mô các hộ gia đình có điện thoại. Các cú sốc ở Nhật Bản vào thập niên 1980 là quá trình tự do hóa tài chính và sự tăng giá mạnh của đồng yên. Cú sốc ở các nước Bắc Âu vào thập niên 1980 là sự tự do hóa tài chính.

Cú sốc ở các quốc gia châu Á vào thập niên 1990 là hiện tượng bong bóng giá tài sản ở Nhật vỡ tung và sự định giá đồng yên quá cao dẫn đến tăng luông tiền vào từ Tokyo cùng sự tự do hóa tài chính. Cú sốc ở Mỹ vào thập niên 1990 bắt nguồn từ cuộc cách mạng trong lĩnh vực công nghệ thông tin và việc các phương tiện truyền thông và đi đầu khiến mới ra đời với mức giá thấp hơn, liên quan đến máy tính, truyền thông không dây và thư điện tử. Đôi lúc cú sốc đó sẽ khơi bùng lên hay làm kết thúc một cuộc chiến, một vụ mùa bội thu hay thất thu, một phát minh được lan rộng cùng với những hiệu ứng lan truyền khắp nơi – kênh đào, đường sắt. Sự thay đổi không thể dự đoán về chính sách tiền tệ đã trở thành một cú sốc lớn.

Nếu cú sốc đủ lớn và có sức lan truyền mạnh, những cơ hội đầu tư được dự đoán sinh lợi cao sẽ diễn ra trong ít nhất một lĩnh vực nhạy cảm của nền kinh tế: mức phân chia lợi nhuận của GDP tăng. Đầu thập niên 1980, lợi nhuận từ các doanh nghiệp của Mỹ chiếm 3% tổng giá trị GDP; đến cuối thập niên 1990, chỉ số này đã tăng lên 10%. Các con số lợi nhuận này tăng hơn một phần ba so với giá trị GDP của Mỹ, góp phần khiến giá cổ phiếu tăng mạnh.

Sự bùng nổ này trong mô hình của Giáo sư Minsky được thúc đẩy thêm thông qua việc mở rộng tín dụng. Vào thế kỷ XVII và XVIII, tín dụng cá nhân hay các tổ chức cho vay là một tác nhân gây nên sự bùng nổ về đầu cơ. Khi các ngân hàng phát triển, họ mở rộng nguồn cung tín dụng và các khoản nợ của mình; trong vài thập niên đầu thế kỷ XIX, các ngân hàng đẩy mạnh việc phát hành giấy bạc ngân hàng, kết quả là họ tăng thêm các khoản tín dụng cá nhân. Bên cạnh việc các ngân hàng cũ mở rộng tín dụng, nhiều ngân hàng mới được thành lập; những nỗ lực của các ngân hàng mới nhằm tăng thị phần có thể dẫn đến mức tăng trưởng của tín dụng và tiền mạnh bởi các ngân hàng cũ khó có thể chấp nhận việc thị phần của mình bị giảm. Vào thập niên 1970, các ngân hàng châu Âu bắt đầu đặt chân lên mảng bất động sản của các ngân hàng Mỹ trong việc cung cấp các khoản vay cho các chính phủ ở Mỹ Latinh.

Minsky cho rằng tăng trưởng tín dụng ngân hàng hết sức bất ổn định; đôi lúc các ngân hàng với tư cách người cho vay đã cho vay ồ ạt mà không cân nhắc kỹ lưỡng và lúc khác lại cực kỳ thận trọng và khiến người đi vay phải lao đao.

Chính sách trung ương đặt trọng tâm vào việc kiểm soát tín dụng từ ngân hàng và các tổ chức tín dụng khác. Thông thường, các nhà chức trách của một quốc gia áp dụng các biện pháp kiểm soát chặt chẽ đối với khả năng của ngân hàng trong việc cung cấp các hình thức cho vay nhất định. Sau đó, các ngân hàng thành lập các chi nhánh cung cấp các hình thức cho vay, dù theo quy định họ không được phép cung cấp các dịch vụ đó. Hoặc là các khoản vay đó được công ty mẹ của ngân hàng cung cấp. Dù sự bất ổn về tín dụng bắt nguồn từ các tổ chức tài chính đã được kiểm soát thì việc tăng nguồn tín dụng cá nhân vẫn có thể gây nên sự bùng nổ.

Giả sử nhu cầu thật sự về hàng hóa và dịch vụ tăng. Sau một thời gian, mức tăng về nhu cầu gây sức ép đối với năng suất sản xuất hàng hóa. Giá thị trường tăng, mức lợi nhuận tăng lại nhanh hơn nữa thu hút thêm nhiều nhà đầu tư và doanh nghiệp. Những phản hồi tích cực xuất hiện và gia tăng khi các luồng đầu tư tăng, dẫn đến tỷ lệ tăng trưởng thu nhập quốc dân tăng, đi đầu này càng thu hút nhiều khoản đầu tư hơn nữa, do vậy tỷ lệ tăng trưởng thu nhập quốc dân tăng mạnh.

Minsky đã chỉ ra rằng “sự phởn pho” có thể sẽ phát triển trong giai đoạn này. Các nhà đầu tư mua hàng hóa và chứng khoán nhằm tìm kiếm các khoản lợi nhuận bởi họ dự đoán giá cả hàng hóa và chứng khoán sẽ tăng lên. Tăng sức sản xuất đồng nghĩa tăng lợi nhuận với tỷ lệ lớn hơn nhiều, do vậy giá cổ phiếu tăng dựa trên lợi nhuận doanh nghiệp dường như là hợp lý.

NGUYÊN TẮC PHÂN LOẠI BA THÀNH PHẦN CỦA MINSKY

Minsky đã phân loại ba nhóm hoạt động tài chính – trích lập dự phòng tài chính, hoạt động đầu cơ và tài chính Ponzi – dựa trên cơ sở mối quan hệ giữa thu nhập từ hoạt động kinh doanh và các khoản nợ phải trả của cá nhân đi vay. Một doanh nghiệp nằm trong nhóm trích lập dự phòng tài chính nếu thu nhập từ hoạt động kinh doanh ước tính không những có thể chi trả hết các khoản lãi mà còn đáp ứng mục tiêu giảm nợ đã đề ra. Một doanh nghiệp nằm trong nhóm hoạt động đầu cơ nếu thu nhập từ hoạt động kinh doanh ước tính đủ để thanh toán các khoản lãi; tuy nhiên, doanh nghiệp phải dùng các khoản vay mới để thanh toán một phần hay toàn bộ các khoản vay cũ đến ngày đáo hạn. Một doanh nghiệp nằm trong nhóm tài chính Ponzi nếu thu nhập từ hoạt động kinh doanh không đủ thanh toán tất cả các khoản lãi đến kỳ thanh toán; để có tiền trả lãi, doanh nghiệp phải đi vay tiếp hoặc bán tài sản.

Giả thiết của Minsky là khi nền kinh tế đi xuống, một số doanh nghiệp thuộc nhóm trích lập dự phòng tài chính lại chuyển sang nhóm hoạt động đầu cơ và một số doanh nghiệp khác thuộc nhóm hoạt động đầu cơ giờ đây lại thấy mình thuộc nhóm tài chính Ponzi.

Thuật ngữ “tài chính Ponzi” được đặt theo tên của Carlos Ponzi, người đi đầu hành một công ty với các khoản vay nhỏ ở khu ngoại ô của Boston vào đầu thập niên 1920. Ponzi hứa hẹn với người gửi tiền rằng ông ta sẽ trả mức lãi suất 30% một tháng và các giao dịch tài chính này diễn ra suôn sẻ trong ba tháng. Tuy nhiên, đến tháng thứ tư, dòng tiền vào từ những người gửi tiền mới ít hơn các khoản lãi phải trả cho những người gửi tiền cũ và cuối cùng Ponzi phải vào tù.

Hiện nay, thuật ngữ “tài chính Ponzi” được sử dụng để chỉ hoạt động tài chính không bền vững. Những người vay chỉ có thể thực hiện cam kết trả lãi suất cao cho các khoản vay cũ nếu họ vay được các khoản mới. Vì trong nhiều trường hợp có tỷ lệ lãi suất rất cao, thường 30-40%/năm, do vậy cần phải có các dòng tiền mới liên tiếp chảy vào và thường là với lãi suất lớn. Ban đầu nhiều người gửi tiền rất hài lòng với các khoản lãi suất cao, do vậy họ lại tiếp tục gửi các khoản lãi đó để thu thêm lãi, đó còn gọi là “lãi kép”. Kết quả là các dòng tiền vào mới có thể thấp hơn tỷ lệ lãi suất trong một vài tháng. Nhưng đến thời điểm khi một số người gửi tiền rút các khoản lãi bằng tiền mặt, các hoạt động chỉ có thể được thực hiện khi số tiền rút ra nhỏ hơn các dòng tiền vào mới.

Kết quả của quá trình diễn ra liên tiếp như vậy là điều mà Adam Smith và các nhà kinh tế đương thời gọi là “sự buôn bán quá khả năng vốn”. Thuật ngữ này không hoàn toàn chính xác và bao gồm cả suy đoán về xu hướng tăng giá tài sản hay hàng hóa, một sự đánh giá quá cao về lợi nhuận trong tương lai, hay “đòn bẩy quá lớn”. Hoạt động đầu cơ liên quan đến mua hàng hóa thu được nhiều lợi nhuận hơn so với mục đích sử dụng. Tương tự, hiện tượng đầu cơ mua đi bán lại chứng khoán mang lại lợi nhuận lớn hơn đầu tư chứng khoán đơn thuần. Tình trạng phồn thịnh này càng dẫn đến sự lạc quan về tỷ lệ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ tăng lợi nhuận từ doanh nghiệp, thúc đẩy các doanh nghiệp tập trung vào sản xuất và phân phối sản phẩm. Vào cuối thập niên 1990, các nhà phân tích chứng khoán Phố Wall dự đoán rằng lợi nhuận từ các doanh nghiệp của Mỹ tăng 15%/năm trong vòng năm năm. (Nếu những dự đoán của họ chính xác thì vào cuối năm thứ năm, lợi nhuận của doanh nghiệp Mỹ chiếm khoảng 40% GDP của Mỹ, mức cao nhất từ trước tới nay). Các khoản lỗ từ việc cho vay giảm dần và các tổ chức cho vay trở nên lạc quan hơn rất nhiều, giảm tối thiểu các khoản phải thanh toán và các yêu cầu ký quỹ. Mặc dù các khoản vay ngân hàng đang gia tăng, tỷ lệ đòn bẩy – tỷ lệ nợ so với vốn hay vốn cổ phần – của nhiều người đi vay có thể giảm xuống bởi giá bất động sản hoặc chứng khoán tăng lên, tức giá trị thực tế của những người đi vay có thể tăng với tỷ lệ rất cao.

Tâm lý đám đông xuất hiện khi các doanh nghiệp và hộ gia đình thấy người khác thu được nhiều lợi nhuận từ các hoạt động đầu cơ. “Không gì

có thể làm xáo trộn quan điểm và nhận thức về sự giàu có bằng việc nhìn thấy người khác trở nên giàu có.” Tương tự, các ngân hàng có lẽ tăng các khoản vay cho các nhóm vay khác nhau bởi họ khó có thể chấp nhận thực tế rằng họ sẽ bị mất thị phần bởi các tổ chức cho vay khác đang gia tăng các khoản cho vay với tốc độ mạnh mẽ. Ngày càng có nhiều doanh nghiệp và hộ gia đình từng hờ hững với hoạt động đầu cơ nay bắt đầu tham gia tranh giành tìm kiếm các khoản lợi nhuận cao. Việc kiếm tiền dường như chưa bao giờ dễ dàng hơn thế. Sự đầu cơ nhằm kiếm lời đi chệch khỏi hành vi thông thường, hợp lý và tiến tới hiện tượng được gọi là “cơn điên loạn” hay “bong bóng”.

Từ “cơn điên loạn” nhấn mạnh đến sự bất hợp lý, còn “bong bóng” báo hiệu rằng một số giá trị cuối cùng rồi sẽ vỡ tung. Các nhà kinh tế sử dụng thuật ngữ “bong bóng” ám chỉ tới bất cứ một sự chệch hướng nào về giá tài sản, chứng khoán hay hàng hóa mà không thể giải thích bằng “các nguyên tắc cơ bản”. Những biến đổi nhỏ về giá dựa trên các nguyên tắc cơ bản được gọi là “sự nhiễu tạp”. Trong cuốn sách này, “bong bóng” là một sự biến động tăng giá trong khoảng thời gian kéo dài từ 15-40 năm, sau đó nó sẽ vỡ tung. Những người với tầm nhìn xa trông rộng lẽ ra nên dự đoán rằng quá trình này sẽ diễn ra không ổn định và sự vỡ tung là điều không thể tránh khỏi.

Vào thế kỷ XX, hầu hết các cơn điên loạn và các bong bóng tập trung vào bất động sản và cổ phiếu. Có một cơn điên loạn về bất động sản ở Đông Nam Florida vào giữa thập niên 1920 và một bong bóng chưa từng thấy về chứng khoán Mỹ vào cuối thập niên 1920. Vào thập niên 1980, hoạt động đầu cơ bất động sản ở Nhật Bản đã dẫn đến một sự bùng nổ lớn trên thị trường chứng khoán. Tương tự, vào thập niên 1990, tại các quốc gia châu Á, bong bóng liên quan đến cả bất động sản và cổ phiếu, và thông thường giá bất động sản tăng kéo theo giá cổ phiếu tăng. Cuối thập niên 1990, bong bóng ở Mỹ ban đầu liên quan đến cổ phiếu, mặc dù giá bất động sản tăng do các hộ gia đình ở Thung lũng Silicon và một vài khu vực khác ngày càng giàu có hơn. Các cú sốc về giá đầu của thập niên 1970 dẫn tới việc các hoạt động về bất động sản ở Texas, Oklahoma và Louisiana trở nên sôi nổi. Tương tự, giá ngũ cốc tăng mạnh trong thời kỳ lạm phát vào thập niên

1970 dẫn đến giá bất động sản tăng ở Iowa, Nebraska, Kansas và các khu vực trang trại khác ở Midwest.

Sự lây lan trên toàn cầu

Minsky tập trung vào sự bất ổn định về nguồn cung tín dụng trong phạm vi quốc gia. Trong lịch sử, sự phồn thịnh thường lây lan từ quốc gia này sang các quốc gia khác, qua một trong số nhiều kênh khác nhau. Vào thập niên 1980, bong bóng ở Nhật Bản tác động mạnh đến Hàn Quốc, Đài Loan và tiểu bang Hawaii. Hàn Quốc và Đài Loan là một phần trong chuỗi cung ứng cho Nhật Bản; nếu nền kinh tế Nhật Bản đi lên, các quốc gia trước kia vốn là thuộc địa của nó cũng sẽ đi lên. Hawaii tiến gần Tokyo giống như Miami tiến gần New York; người Nhật đi du lịch ở Hawaii để nghỉ ngơi và thư giãn dưới ánh mặt trời rực rỡ. Hawaii đã trải qua cơn bùng nổ bất động sản vào thập niên 1980 khi Nhật Bản tiếp tục mua nhà, sân golf và khách sạn.

Đường truyền dẫn cú sốc lan truyền từ quốc gia này sang các quốc gia kia là việc buôn chứng khoán dựa trên sự chênh lệch giá, đi kèm này khẳng định rằng những thay đổi về giá cả hàng hóa tại thị trường của một quốc gia sẽ dẫn tới những thay đổi có thể so sánh về giá các mặt hàng tương tự hoặc có liên quan tại thị trường của các quốc gia khác. Do vậy, những thay đổi về giá vàng ở Zurich, Beirut và Hồng Kông có mối liên hệ chặt chẽ với những thay đổi về giá vàng ở London. Những thay đổi về giá chứng khoán tại thị trường một quốc gia sẽ dẫn đến những thay đổi gần như tương tự về giá chứng khoán tương tự tại các quốc gia khác.

Ngoài ra, mức tăng trưởng thu nhập quốc dân của một quốc gia sẽ kéo nhu cầu nhập khẩu tăng, do đó xuất khẩu và thu nhập quốc dân tại các quốc gia khác cũng tăng lên. Các dòng vốn tạo ra một mối liên kết thứ ba; một quốc gia gia tăng việc xuất khẩu chứng khoán sang các quốc gia khác sẽ dẫn tới việc tăng giá cổ phiếu lẫn giá trị đồng tiền của quốc gia đó trên thị trường ngoại hối.

Hơn nữa, có những sợi dây liên kết tâm lý, như khi các nhà đầu tư của một quốc gia có tâm lý phồn thịnh hay bi quan sẽ ảnh hưởng tới tâm lý của các

nhà đầu tư ở các quốc gia khác. Sự sụt giảm của giá cổ phiếu vào ngày 19/10/1987 xảy ra ngay tức thì tại trung tâm tài chính của tất cả các quốc gia (trừ Tokyo), nhanh hơn rất nhiều so với những lý giải liên quan đến các danh mục đầu tư, biến đổi thu nhập, dòng vốn hay sự di chuyển vốn.

Trong một thế giới lý tưởng, mức tăng đồng vàng lưu thông tại một quốc gia do nhu cầu vàng đổ vào quốc gia này có thể ngang với mức giảm tương ứng trong nhu cầu cung vàng tại quốc gia khác và nhu cầu cung tiền và mở rộng tín dụng tại quốc gia thứ nhất tăng sẽ khiến nhu cầu cung tiền và tín dụng tại quốc gia thứ hai co lại. Tuy nhiên, trên thực tế, sự mở rộng tín dụng tăng tại quốc gia thứ nhất có lẽ không đi liền với sự thu hẹp tín dụng tại quốc gia thứ hai, bởi các nhà đầu tư tại quốc gia thứ hai có thể sẽ phản ứng trước việc giá cả và khoản lợi nhuận từ nước ngoài tăng bằng cách yêu cầu bơm thêm tín dụng để có thể mua tài sản và chứng khoán mà họ dự đoán sẽ tăng giá. Nguy cơ thu hẹp tín dụng xuất phát từ sự co lại của cơ sở tiền tệ ở quốc gia thứ hai có thể bị lấn át bởi sự tăng lên của lãi suất đầu cơ và nhu cầu tín dụng tăng.

Khi cơn bùng nổ đầu cơ tiếp diễn, tỷ lệ lãi suất, tốc độ thanh toán và giá hàng hóa tăng. “Người ngoài cuộc” mua chứng khoán hay bất động sản có nghĩa là “người trong cuộc” – những người đã mua các tài sản này trước đó – bán chứng khoán và bất động sản cùng loại để thu lợi nhuận. Một vài người trong cuộc thu lợi nhuận và bán đi; nếu người mới gia nhập thị trường là người mua, người trong cuộc chắc hẳn phải là người bán. Tại mỗi thời điểm số lượng bất động sản hay chứng khoán mà các nhà đầu tư hay người ngoài cuộc mua vào nhất thiết phải cân bằng với lượng chứng khoán hay bất động sản mà người trong cuộc bán ra. Năm 1928, giá trị thị trường của cổ phiếu được giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York tăng 36%/năm, còn trong tám tháng đầu năm 1929, giá trị thị trường tăng 53%. Tương tự, năm 1998, giá trị thị trường của cổ phiếu được giao dịch tại NASDAQ tăng 41%/năm; trong 15 tháng tiếp theo, chúng tăng tới 101%/năm. Các nhà đầu tư ồ ạt lên tàu trước khi nó rời sân ga và tăng tốc. Nếu người ngoài cuộc háo hức mua hơn so với người trong cuộc háo hức bán, giá tài sản hay chứng khoán tiếp tục tăng. Trái lại, nếu người bán háo hức bán hơn người mua, sau đó giá sẽ giảm.

Khi người mua không còn háo hức mua bằng người bán thì “tình trạng khó khăn về tài chính” xuất hiện; thuật ngữ này xuất phát từ tài chính doanh nghiệp, phản ánh tình trạng khi doanh nghiệp không có khả năng thanh toán các khoản nợ. Xét tổng thể nền kinh tế, điều đó khơi dậy nhận thức về vai trò quan trọng của các doanh nghiệp và nhà đầu tư cá nhân rằng đã đến lúc cần có tính thanh khoản hơn – giảm việc nắm giữ bất động sản và cổ phiếu, tăng việc nắm giữ tiền mặt. Giá hàng hóa và chứng khoán có thể giảm mạnh. Một số nhà đầu tư nợ nhiều có thể bị phá sản vì giá tài sản giảm quá mạnh đến mức thấp hơn cả số tiền đã vay để mua tài sản đó. Một số nhà đầu tư tiếp tục nắm giữ tài sản mặc dù giá đi xuống vì họ tin rằng việc giảm giá diễn ra tạm thời, chỉ là một trục trặc nhỏ. Giá chứng khoán có thể bắt đầu tăng trở lại; vào thập niên 1990, Tokyo có sáu “đợt lên giá trở lại trong bối cảnh thị trường suy thoái” với thông tin giá cổ phiếu tăng hơn 20%, dù giá cổ phiếu đang có xu hướng giảm. Tuy nhiên, một vài nhà đầu tư cho rằng giá cổ phiếu đã giảm quá nhiều, và họ muốn trở thành những người mua đầu tiên khi giá vẫn ở mức thấp.

Khi giá tiếp tục giảm, ngày càng nhiều nhà đầu tư nhận định rằng chắc chắn giá sẽ không tăng và họ nên bán ở thời điểm trước khi mức giá tụt dốc hơn nữa; trong một số trường hợp, điều này diễn ra từ từ, còn trong một số trường hợp khác, điều này lại xảy đến đột ngột. Cuộc chạy đua bán tháo cổ phiếu dài hạn hay cổ phiếu chủ đạo để giữ tiền mặt có thể trở thành phong trào tự phát.

Dấu hiệu chỉ ra khủng hoảng sắp đến có lẽ là sự thất bại của một ngân hàng hay một doanh nghiệp, việc xuất hiện các trò lừa đảo hay biến thủ của một nhà đầu tư mong muốn thoát khỏi tình trạng khó khăn này, hay giá cổ phiếu hoặc hàng hóa giảm mạnh. Giá giảm ồ ạt và các vụ phá sản gia tăng. Vấn đề thanh khoản đôi khi diễn ra trôi chảy song có lẽ cũng gây ra cơn hoảng loạn khi chỉ có một số lượng tương đối các nhà đầu tư có thể bán với giá thấp hơn nhiều so với mức giá ở thời kỳ đỉnh điểm. Vào thế kỷ XIX, cụm từ “thay đổi đột ngột” được sử dụng để miêu tả hành vi này. Các ngân hàng càng trở nên thận trọng hơn đối với việc cho vay thế chấp hàng hóa và chứng khoán. Đầu thế kỷ XIX, trạng thái này được coi như là “sự nghi ngờ”.

Các thuật ngữ “buôn bán quá khả năng vốn”, “thay đổi đột ngột”, “sự nghi ngờ” có phần cũ kỹ, chứng minh họa sinh động xu hướng suy giảm niềm tin của các nhà đầu tư.

Sự thay đổi đột ngột và mối nghi ngờ có thể dẫn tới sự hoảng loạn (hay như người Đức thường gọi là “hoảng loạn trước cánh cửa đóng sầm”) khi đám đông các nhà đầu tư cố gắng lách qua cánh cửa trước khi nó bị đóng sầm lại. Sự hoảng loạn đang âm thầm tồn tại cho đến khi giá có xu hướng giảm như thời điểm hiện tại và rớt ở mức quá thấp đến nỗi các nhà đầu tư cố bán tháo các tài sản có tính thanh khoản kém hơn, hoặc cho đến khi sự buôn bán này bị chặn lại trước việc thiết lập các giới hạn về giảm giá, chấm dứt sự trao đổi hàng hóa hay nếu không thì cũng đóng cửa giao dịch, hay người cho vay cuối cùng thuyết phục thành công các nhà đầu tư tin rằng tiền mặt luôn sẵn sàng đáp ứng nhu cầu của họ và như vậy giá chứng khoán không còn giảm do thị trường thiếu tính thanh khoản. Niềm tin có thể được khôi phục ngay cả khi số lượng tiền mặt không hề tăng nhiều bởi niềm tin rằng các nhà đầu tư có thể nhận được tiền khi cần có lẽ cũng đủ sức mạnh để làm suy giảm nhu cầu thanh khoản.

Việc liệu người cho vay cuối cùng có nên tạo tính thanh khoản để chặn đứng sự hoảng loạn và xu hướng giảm giá bất động sản và cổ phiếu đã được bàn đến rất nhiều. Một số người cho rằng người cho vay cuối cùng tạo tính thanh khoản bằng việc cung cấp các khoản tín dụng càng khuyến khích nạn đầu cơ. Họ muốn người cho vay cuối cùng phải tập trung nhiều hơn vào việc đương đầu với cuộc khủng hoảng hiện tại và cuộc khủng hoảng thanh khoản hơn là những việc họ đang làm để chặn đứng cuộc khủng hoảng trong tương lai. Đối với các cuộc khủng hoảng trong phạm vi quốc gia, chính phủ hay ngân hàng trung ương có trách nhiệm là người cho vay cuối cùng. Đối với các cuộc khủng hoảng mang tầm quốc tế, một chính phủ thế giới hay bất kỳ ngân hàng thế giới nào đều không thể đảm nhận trọng trách người cho vay cuối cùng một cách thỏa đáng. IMF cũng không thể đáp ứng được sự mong đợi của các nhà sáng lập là trở thành người cho vay cuối cùng.

Giá trị của mô hình

Mô hình Minsky vấp phải ba lời phê phán. Thứ nhất, mỗi cuộc khủng hoảng đều rất khác biệt, do vậy một mô hình chung không thể thích hợp cho tất cả. Thứ hai, mô hình này không còn thích hợp bởi môi trường kinh doanh hiện nay đã có nhiều thay đổi. Thứ ba, các bong bóng giá tài sản là điều không hẳn có thật bởi “mọi thông tin nằm ở giá cả” – một câu thần chú của thuyết thị trường hiệu quả theo quan điểm tài chính.

Mỗi lời phê phán trên đều có lý của nó.

Lời phê phán đầu tiên là mỗi cuộc khủng hoảng đều rất khác biệt, một sản phẩm nằm trong một bối cảnh riêng, giữa các cuộc khủng hoảng kinh tế có vô số những điều khác nhau, do vậy chúng cần được chia thành các loại khác nhau, mỗi loại mang những đặc điểm riêng. Các cuộc khủng hoảng tài chính xuất hiện thường xuyên trong hơn 60 năm đầu thế kỷ XIX và 30 năm cuối thế kỷ XX. Theo quan điểm này, mỗi cuộc khủng hoảng là một sản phẩm được tạo nên từ bối cảnh gồm hàng loạt các biến cố lịch sử cụ thể – như vào thập niên 1848 và 1929, và có thể được kết luận dựa trên những đánh giá mang tính lịch sử về từng cuộc khủng hoảng. Mỗi cuộc khủng hoảng có một đặc trưng duy nhất – bản chất của cú sốc, đối tượng đầu cơ, hình thức mở rộng tín dụng, sự khôn khéo của những kẻ lừa gạt và bản chất của sự thay đổi đột ngột. Và như người Pháp nói, càng có nhiều sự thay đổi, mọi thứ càng đứng yên. Những chi tiết có thể nảy sinh song cấu trúc thì không đổi.

Một đề xuất hấp dẫn là nên chia các cuộc khủng hoảng thành các loại như khủng hoảng về thương mại, công nghiệp, tiền tệ, ngân hàng, tài chính (theo ý nghĩa của thị trường tài chính) hay phân chia thành nhóm theo địa phương, khu vực, quốc gia và quốc tế. Nguyên tắc phân loại như vậy bao gồm rất nhiều loại. Quan điểm này không được chấp nhận bởi mỗi quan tâm hàng đầu về các cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế là một số nhân tố quan trọng – đầu cơ, sự mở rộng tiền tệ, việc tăng giá chứng khoán, bất động sản hay hàng hóa theo sau một đợt suy giảm mạnh và việc đổ xô rút tiền. Câu hỏi đặt ra là liệu mô hình Minsky có mang lại một cái nhìn sâu sắc về những đặc trưng tiêu biểu của các cuộc khủng hoảng hay không.

Lời phê phán thứ hai là mô hình Minsky nói về sự bất ổn của ngu ồn cung tín dụng không còn thích hợp nữa bởi cơ cấu n ền móng của thể chế kinh tế đã thay đổi, trong đó số lượng các doanh nghiệp ngày càng lớn, hàng loạt liên đoàn lao động và chính phủ nổi lên, ngân hàng hiện đại hóa và phương tiện truyền thông đạt tốc độ cao. Sự sụp đổ tài chính ở Mexico, Brazil, Argentina và hơn mười quốc gia đang phát triển khác vào đầu thập niên 1980 là phù hợp với mô hình Minsky; nợ nước ngoài của các quốc gia này lớn hơn nhiều so với tỷ lệ lãi suất của các khoản mà họ vay, do vậy những người đi vay có đủ tiền mặt để trả lãi định kỳ. Bong bóng giá bất động sản và cổ phiếu ở Nhật Bản trong 50 năm cuối thập niên 1980 và sự bùng nổ đột ngột, liên tiếp của giá tài sản là phù hợp với mô hình Minsky vì giá cổ phiếu và bất động sản hàng năm tăng gấp ba hay bốn lần so với tỷ lệ lãi suất của các khoản họ vay để mua các tài sản đó. Sự bùng nổ và các vụ phá sản liên tiếp tại Thái Lan, Hồng Kông, Indonesia và sau đó là Nga đầu có những đặc điểm giống nhau về mô hình lưu chuyển tiền tệ.

Lời phê phán thứ ba là có thể bong bóng không có thật bởi giá thị trường thường xuyên phản ánh những yếu tố cơ bản về kinh tế, và các đợt suy giảm giá mạnh thường phản ánh “sự chuyển đổi chính sách” của chính phủ hay ngân hàng trung ương. Những người đứng trên lập trường quan điểm này cho rằng bong bóng xuất hiện là kết quả của tâm lý đám đông, sự phản h ồi tích cực hay các ảnh hưởng từ phong trào lôi kéo nhau – những kẻ khờ khạo, nhẹ dạ cả tin theo sau những kẻ đầu tư khôn ngoan. Những lời phê phán trên chỉ ra rằng mô hình này “thiếu tính cụ thể”, nghĩa là lý thuyết này không lý giải được những thực tế đang diễn ra và cần phải nghiên cứu thêm. Một vài nghiên cứu sẽ được đề cập trong cuốn sách này.

Alvin Hansen, nhà kinh tế học người Mỹ, đã đưa ra những lý giải mang tính thuyết phục khi cho rằng mô hình Minsky thích hợp với giai đoạn giữa thế kỷ XIX, còn hiện tại thì không bởi môi trường thể chế đã thay đổi.

Các lý thuyết dựa trên tính bất ổn định của thị trường, đầu cơ hàng hóa, “sự buôn bán quá khả năng vốn”, sự dư thừa tín dụng ngân hàng, tâm lý của nhà đầu tư và người bán đầu phù hợp với giai đoạn “trọng thương” của chủ nghĩa tư bản hiện đại. Thế kỷ XIX đã trôi qua, những “viên thuy ền

trưởng của ngành công nghiệp”... trở thành phương tiện chính cho các quỹ tìm kiếm lợi nhuận thông qua các hình thức tiết kiệm và đầu tư.

Hansen – người đầu tiên giải thích mô hình của trường phái Keynes về chu kỳ kinh doanh – cố gắng lý giải chu kỳ kinh doanh và muốn hạ thấp vai trò của những lời giải thích thay thế về sự thay đổi của hoạt động kinh tế.

Hansen nhấn mạnh tầm quan trọng của mối quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư không bác bỏ quan điểm rằng sự thay đổi trong nguồn cung tín dụng có thể có những tác động lớn đối với giá cổ phiếu và hoạt động kinh tế.

Tính phù hợp của mô hình trong thời kỳ hiện tại

Mô hình Minsky có thể được áp dụng đối với thị trường ngoại hối và các thời kỳ đánh giá quá cao hay quá thấp đồng nội tệ, liên quan đến hiện tượng “tăng giá đột biến” và “giảm giá đột biến”. Những thay đổi về giá trị hối đoái của đồng nội tệ liên quan mật thiết với các giá trị cân bằng dài hạn, bên cạnh những can thiệp khá lớn đối với thị trường của các ngân hàng trung ương. Một số doanh nghiệp và ngân hàng đã bị lỗ nặng khi đầu cơ ngoại tệ, còn một số khác lại thu được những khoản lãi đáng kể.

Hãy xem xét mức tăng về nợ nước ngoài của Mexico, Brazil, Argentina và các quốc gia đang phát triển khác từ 125 tỷ đô-la Mỹ vào năm 1972 lên 800 tỷ đô-la Mỹ vào năm 1982; các khoản vay ngân hàng của các quốc gia này tăng 30%/năm và tổng nợ nước ngoài tăng 20%/năm. Thông thường, các khoản vay ngân hàng có kỳ hạn 8 năm với tỷ lệ lãi suất thả nổi bằng LIBOR tỷ lệ lãi suất liên ngân hàng London. Tỷ lệ lãi suất trung bình là 8%, mặc dù tỷ lệ này có xu hướng tăng trong suốt thập niên. Khoản tiền mà người đi vay nhận được từ các khoản vay mới lớn hơn nhiều so với khoản lãi suất phải trả cho các khoản vay cũ, do vậy họ không gặp khó khăn hay gánh nặng nào trong việc thanh toán các khoản nợ theo đúng kỳ hạn.

Dòng tiền từ vốn nước ngoài vào dẫn tới giá trị đồng tiền của các quốc gia nhập khẩu vốn tăng đột ngột, dẫn tới mức tăng giao thương và thâm hụt tài khoản vãng lai sẽ nhiều hay ít hơn mức tăng thặng dư tài khoản vốn. Rõ ràng là tại một thời điểm nào đó trong tương lai, dòng tiền vào từ các

khoản vay mới có xu hướng tụt giảm hơn khoản lãi phải trả cho các khoản vay cũ, và tại thời điểm đó giá trị hối đoái của đồng tiền của họ sẽ giảm; dòng vốn vào giảm có nghĩa là các quốc gia này cần giao thương và thặng dư tài khoản vãng lai nhiều hơn để có tiền trả lãi cho chủ nợ nước ngoài. Hầu hết những người đi vay này không trả được nợ khi người cho vay dừng việc cho vay các khoản mới. Chi phí của người cho vay dành cho các khoản nợ xấu ước tính khoảng 250 tỷ đô-la Mỹ, thể hiện ở giá trị khoản vay bị giảm và kéo theo tỷ lệ lãi suất cũng giảm. Những người cho vay không thể trả lời câu hỏi: “Người đi vay sẽ lấy tiền ở đâu để trả lãi khi chúng ta không cho họ vay các khoản mới?”

Vào thập niên 1980, giá bất động sản ở Nhật Bản tăng lên đến hệ số 10 và giá cổ phiếu tăng hệ số 6 hoặc 7; trong 50 năm sau của thập niên này, Nhật Bản đã trải qua một sự bùng nổ kinh tế. Các nhà đầu tư bất động sản thu được khoản lợi nhuận với tỷ lệ khoảng 30%/năm. Các doanh nghiệp nhận ra rằng tỷ suất lợi nhuận từ đầu tư bất động sản cao hơn đáng kể so với tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động sản xuất thép, ô tô hay tivi và do vậy, họ vay tiền ngân hàng và đầu tư mạnh mẽ vào lĩnh vực bất động sản. Giá bất động sản tăng mạnh và nhanh hơn nhiều lần so với tiền thuê đất. Tại một số giai đoạn, thu nhập ròng từ hoạt động cho thuê giảm và thấp hơn khoản lãi phải trả cho các khoản mà họ vay để mua bất động sản, do vậy người đi vay có một sự “chênh lệch âm”. Người đi vay có thể vay các khoản mới để trả lãi cho các khoản mà họ đã vay để mua bất động sản. Đầu năm 1990, thống đốc mới của Ngân hàng Nhật chỉ dẫn cho các ngân hàng cách hạn chế số lượng các khoản vay bất động sản mới trong tổng số các khoản vay. Khi số lượng các khoản vay bất động sản bắt đầu tăng khoảng 5-6%/năm so với tỷ lệ ban đầu là 30%/năm, một số doanh nghiệp và nhà đầu tư vốn dựa vào các khoản vay mới để trả lãi cho các khoản vay cũ không được tiếp tục vay các khoản mới. Họ phải bán dần bất động sản của mình và bong bóng bắt đầu nổ.

Tình hình tài chính quốc tế hiện nay của Mỹ có nhiều nét tương đồng với Mexico, Brazil và Argentina vào thập niên 1970. Những nước này đã phải chịu các khoản thâm hụt tài khoản vãng lai rất lớn và phải vay tiền để thanh toán lãi suất cho chủ nợ nước ngoài. Điều này có nghĩa là khả năng thanh toán quốc tế của Mỹ không ổn định.

Chương 3 : CÁC CON ĐIÊN LOẠN VỀ ĐẦU CƠ

Tính hợp lý của thị trường

Từ “con điên loạn” trong tiêu đề chương thể hiện yếu tố bất hợp lý, một điều gì đó gần với hàng loạt cơn kích động. Lịch sử nền kinh tế đầy ắp các cơn điên loạn về kênh đào, đường sắt, các công ty cổ phần, bất động sản và giá cổ phiếu. Thuyết kinh tế dựa trên giả định rằng con người là hợp lý. Do giả định tính hợp lý vốn là cơ sở của thuyết kinh tế dường như không phù hợp với nhiều cơn điên loạn khác nhau nên hai quan điểm này cần được đối chiếu với nhau. Chương này đi sâu phân tích nhu cầu đầu tư đối với một loại tài sản riêng biệt nào đó, còn chương tiếp theo sẽ đề cập nguồn cung tín dụng và những thay đổi trong nguồn cung.

Giả định “kỳ vọng hợp lý” được sử dụng trong các mô hình kinh tế là các nhà đầu tư phản ứng trước những thay đổi trong nền kinh tế như thể họ luôn hiểu rất rõ về những ẩn ý xuất hiện từ lâu đằng sau những thay đổi này, hay bởi họ là những người sáng suốt, hoặc có tầm nhìn như siêu nhân. Do đó, những câu nói rập khuôn như “mọi thông tin nằm ở giá cả” phản ánh quan điểm rằng giá cả trong mỗi thị trường phản ứng tức thì và đầy đủ đối với mỗi luồng thông tin, vậy nên không có chuyện “tiền nằm chết dưới ngăn bàn”.

Trái ngược với giả định kỳ vọng hợp lý là giả định kỳ vọng thích nghi, nghĩa là giá trị của những biến số nhất định trong tương lai dựa trên giá trị của những biến số liên quan trong thời gian gần đây. Nó đối lập với quan điểm kỳ vọng hợp lý, thể hiện ở chỗ mức giá được dự đoán trong tuần tới và tháng tới quyết định mức giá hiện tại, nghĩa là quan điểm nhìn về phía sau, từ tương lai trở về hiện tại. Do vậy, giá vàng trong thị trường giao sau hiện tại là giá vàng được dự đoán dựa vào một thời điểm trong tương lai được chiết khấu về thời điểm hiện tại với một tỷ lệ lãi suất phù hợp, thông thường là tỷ lệ lãi suất chứng khoán chính phủ phi rủi ro. Giá đồng đô-la Mỹ so với đô-la Canada trên thị trường ngoại hối hiện tại là mức giá được

dự đoán dựa vào một thời điểm trong tương lai được chiết khấu về thời điểm hiện tại với sự chênh lệch tỷ lệ lãi suất giữa đồng đô-la Mỹ và đô-la Canada. Nếu chính phủ giảm thuế để khuyến khích tiêu dùng hay đầu tư, quan điểm kỳ vọng hợp lý là một chính sách không thành công bởi các nhà đầu tư nhanh chóng nhận ra rằng mức thâm hụt tài chính lớn hơn ở thời điểm hiện tại sẽ dẫn đến tỷ lệ thuế thu nhập tăng trong tương lai, do vậy họ sẽ phải tiết kiệm nhiều hơn nữa để chi trả cho các hóa đơn thuế tăng sắp tới.

Khi nói các nhà đầu tư hợp lý thì điều đó có nghĩa gì? Thứ nhất giả định là gần như mọi nhà đầu tư đều hành động hợp lý trong hầu hết mọi thời điểm. Thứ hai là tất cả các nhà đầu tư đều hành động hợp lý trong hầu như mọi thời điểm. Thứ ba là mỗi nhà đầu tư tham gia thị trường đều có cùng vốn hiểu biết, thông tin, mục đích và cùng tuân thủ một nguyên tắc kinh tế. Thứ tư là tất cả các nhà đầu tư đều hành động hợp lý trong mọi thời điểm.

Mỗi giả định này đều có những ẩn ý khác nhau về cách các nhà đầu tư hành động trong thị trường tài chính. Để có được sự thống nhất về giả định hầu hết các nhà đầu tư đều hành động hợp lý hầu như trong mọi thời điểm dễ dàng hơn so với giả định rằng mỗi nhà đầu tư đều hành động hợp lý trong mọi thời điểm. Thông thường, những tranh luận dường như đến từ hai trường phái khác nhau, một trường phái cho rằng không có nhà đầu tư nào là hợp lý, trong khi trường phái khác lại cho rằng tất cả các nhà đầu tư đều hợp lý. Harry G. Johnson đã phân tích sự khác biệt trong mỗi quan tâm đối với cải cách tiền tệ quốc tế giữa một nhóm các nhà kinh tế già hơn và một nhóm trẻ hơn về việc:

Sự khác biệt có thể được tóm lược trong nhận định: các nhà kinh tế thuộc thế hệ trước có khuynh hướng cho rằng “hệ thống tỷ giá thả nổi không mang lại hiệu quả như mong đợi, do vậy thuyết đưa ra là sai, thế giới là bất hợp lý và chúng ta chỉ có thể lấy lại sự hợp lý bằng cách trở lại với hệ thống tỷ giá cố định thông qua sự hợp tác giữa chính phủ của các quốc gia”. Còn nhóm các nhà kinh tế trẻ hơn có khuynh hướng cho rằng “hệ thống tỷ giá thả nổi được kỳ vọng là một hệ thống vận hành hợp lý, giống như hầu hết các thị trường; nếu hệ thống này không vận hành hợp lý tuân theo những chuẩn mực của tôi thì vốn kiến thức của tôi về cách thức nó

hoạt động có lẽ còn nhiều thiếu sót; và tôi phải dày công nghiên cứu hơn nữa về thuyết tối đa hóa hành vi hợp lý và sử dụng tới vốn kinh nghiệm có được nếu tôi thật sự mong muốn tìm hiểu về nó”. Phương thức tiếp cận sau đang trở nên phổ biến và bị thôi thúc về mặt trí tuệ, thông qua mạng lưới quan hệ [của thế hệ trẻ hơn].

Do vậy, tính hợp lý là một giả định mang tính tiên nghiệm về cách thức thế giới nên vận hành, chứ không mô tả cách thức thế giới thật sự vận hành. Giả định cho rằng các nhà đầu tư hợp lý về lâu dài là một giả định hữu ích bởi nó làm sáng tỏ bản chất của những thay đổi về giá cả trên các thị trường khác nhau; theo cách gọi của Karl Popper, đó là một giả định “đầy ý nghĩa”. Vì thế, việc giả định rằng các nhà đầu tư hợp lý về lâu dài và việc phân tích các vấn đề kinh tế dựa trên giả định đó là rất hữu ích.

Một điều lý giải cho giả định hợp lý là mức giá trong một thị trường cụ thể tại thời điểm hiện tại phải nhất quán với mức giá trong thị trường cùng loại và mức giá của một và hai tháng sau, một và hai năm sau được điều chỉnh đối với “chi phí dự trữ”; nếu không sẽ xuất hiện những cơ hội đầu tư chứng khoán có khả năng sinh lời cao, và gần như không có rủi ro.

Ragnar Nurkse đã tóm lược cuộc điều tra của ông về những thay đổi của giá trị trên thị trường ngoại hối của đồng franc Pháp và đồng mark Đức vào thập niên 1920 bằng nhận định sự đầu cơ trên thị trường ngoại hối đã mất ổn định. Còn Milton Friedman khẳng định rằng sự bất ổn định trong đầu cơ không thể diễn ra trên thị trường ngoại hối bởi bất kỳ nhà đầu tư nào đã mua khi giá tăng và bán khi giá giảm có khuynh hướng “mua cao và bán thấp”; các khoản lỗ liên tiếp của họ sẽ dẫn đến phá sản hoặc phải thay đổi chiến lược. Friedman cho rằng theo học thuyết Darwin, sự bất ổn định của các nhà đầu cơ sẽ không thể sống sót, sự bất ổn định trong đầu cơ là điều không thể diễn ra. Câu trả lời cho hiện tượng này có thể là đôi lúc một số nhà đầu tư đã đi theo những chiến lược dẫn đến thua lỗ.

Đã có nhiều thời kỳ trong lịch sử diễn ra sự đầu cơ gây mất ổn định, mặc dù đôi lúc nó bị miêu tả bằng từ ngữ không chính xác hoặc có thể bị thổi phồng quá mức. Hãy điểm lại một vài thuật ngữ được sử dụng trong ngôn ngữ văn chương: cơn điên loạn... đầu cơ trên mảnh bất động sản điên

cu ồng... đam mê mù quáng... cơn điên tài chính... điên cu ồng... sốt đầu cơ... thứ bệnh dịch khao khát giàu có nhanh chóng... mơ tưởng... các nhà đầu tư say sưa... vờ không thấy gì... không có tai mắt để nghe nhìn... các nhà đầu tư sống trong thiên đường của sự xuẩn ngốc... nhẹ dạ cả tin... tự tin thái quá... đầu cơ quá khả năng... buôn bán quá khả năng vốn... sự khao khát mãnh liệt... sự điên cu ồng... vội vã điên cu ồng mở rộng.

Fernand Braudel đã sử dụng các thuật ngữ “sự điên cu ồng” và “niềm đam mê” khi nói về cuộc sống hàng ngày ở châu Âu từ thế kỷ XV đến thế kỷ XVIII, phần lớn liên quan tới hoạt động tiêu dùng song cũng đề cập những hơi hướng, phong cách thời trang, sự khao khát học hỏi và việc thu mua bất động sản.

Những người đứng đầu ngân hàng Overend, Gurney and Co. ở London – ngân hàng đã sụp đổ vào ngày thứ Sáu đen tối (thứ Sáu ngay sau Lễ Tạ ơn), tháng 5/1866 – được gọi là “những kẻ ngốc nghếch khôn ngoan”. Nhà kinh tế học người Mỹ, Bagehot phát biểu: “Những tổn thất của họ là kết quả của sự liêu lĩnh và quá ngốc nghếch đến nỗi khiến mọi người nghĩ rằng một đứa trẻ từng cho vay ở Trung tâm tài chính City of London cũng có thể biết cách cho vay hơn ngân hàng này.”

Sự miêu tả của nhà nghiên cứu lịch sử kinh tế Clapham về ngân hàng Baring năm 1980 đã được làm giảm nhẹ đi bằng lối nói Anh đặc trưng: “Họ không kỳ vọng các doanh nghiệp này hay các nhà đầu tư vào các doanh nghiệp này đủ khôn ngoan hay bình tĩnh [nhưng ngân hàng này đã] vượt ra ngoài những ranh giới về sự thận trọng.”

Hãy nghe lại lời nhận xét của Adam Smith về Bong bóng South Sea: “Họ nhận được một số lượng lớn cổ tức từ một số lượng lớn các ông chủ. Do vậy, những hành động điên rồ, sự lơ đãng và dư thừa thống trị trong quy trình quản lý hoạt động kinh doanh của họ. Hành động bất lương và ngông cuồng trong hoạt động đầu cơ chứng khoán của họ được biết đến như là sự lơ đãng, dư thừa, tham ô của những kẻ làm việc trong công ty.”

Và cuối cùng, Alfred Marshall dè dặt mô tả cuộc điều binh của các nhà kinh tế cổ điển như sau:

Những hành vi buôn bán liêu lĩnh thường dễ tác động tới cả những người không liên quan trực tiếp... khi những lời đồn thổi tấn công uy tín một ngân hàng, họ nháo nhác đem đổi bất cứ chứng phiếu nào họ giữ; niềm tin của họ là mù quáng, sự ngờ vực của họ là thiếu hiểu biết và sôi sục. Những vụ xáo trộn như vậy khiến ngân hàng không thể thanh toán hết các khoản tiền mà họ vốn phải trả dần. Một ngân hàng mất khả năng thanh khoản khiến các ngân hàng khác bị mất niềm tin và phải gánh chịu cơn giận dữ, ảnh hưởng đến uy tín; hiện tượng này giống như đám cháy lan từ ngôi nhà gỗ này sang ngôi nhà gỗ khác, thậm chí cả các tòa nhà chịu lửa cũng không chống đỡ nổi trước sức nóng dữ dội của một đám cháy khủng khiếp.

Tính hợp lý của cá nhân, tính bất hợp lý của thị trường

Các cơn điên loạn liên quan đến “tính bất hợp lý” nói chung hay tâm lý đám đông. Mỗi quan hệ giữa các cá nhân hợp lý và một nhóm phi lý của các cá nhân có thể rất phức tạp. Một số giả định được đưa ra để lý giải điều này. Một giả định là tâm lý đám đông, một loại “tư tưởng nhóm” khi tất cả những người tham gia thị trường thay đổi quan điểm cùng một lúc và hành động như “bầy đàn”. Giả định thứ hai là các cá nhân khác nhau thay đổi quan điểm của họ về sự phát triển thị trường ở những thời kỳ khác nhau; đa số họ bắt đầu rất hợp lý nhưng sau đó ngày càng có nhiều người mất khả năng liên hệ với thực tế, ban đầu từ từ và sau đó nhanh hơn. Một khả năng thứ ba là tính hợp lý của các nhóm người mua và bán, nhà đầu tư và đầu cơ khác nhau, và rằng một số lượng ngày càng lớn các cá nhân trong các nhóm này không thể chống đỡ được sự cuồn cuộn loạn khi giá tài sản tăng. Trường hợp thứ tư là tất cả những người tham gia thị trường bị cuốn theo quan điểm “ngụy biện tổng thể” (fallacy of composition) – quan điểm cho rằng đôi lúc hành vi của một nhóm các cá nhân khác với tổng số hành vi của từng cá nhân trong nhóm. Giả định thứ năm là thị trường không đáp ứng được các kỳ vọng hợp lý về chất lượng của phản ứng đối với tác nhân kích thích nhằm ước tính số lượng phù hợp, đặc biệt khi có sự chậm trễ giữa tác nhân kích thích và phản ứng. Cuối cùng, tính bất hợp lý có thể tồn tại bởi các nhà đầu tư và cá nhân lựa chọn mô hình kinh tế sai, hoặc không thể đánh giá chính xác một nguồn thông tin chủ yếu và đặc biệt, hay im đi những thông tin không phù hợp với mô hình họ đã lựa chọn.

Tâm lý đám đông hay sự cuồng loạn xuất hiện khi hành vi hợp lý đi chệch hướng. Một số mô hình kinh tế nhấn mạnh sự ảnh hưởng của các luận chứng, khiến người này chi tiêu vượt quá thu nhập của mình – ít nhất là trong một khoảng thời gian – khi muốn theo kịp người khác. Một ảnh hưởng khác là ảnh hưởng Duesenberry : mọi người đều tăng các khoản chi tiêu khi thu nhập của họ tăng, đồng thời đều lưỡng lự giảm chi tiêu khi thu nhập của họ giảm. Hoạt động chính trị có “các tác động theo trào lưu” khi các cá nhân quay trở lại với những người có nhiều khả năng thắng nhất. Nhà sử học người Pháp Gustave LeBon đã thảo luận về chủ đề này trong cuốn The Crowd (Tâm lý học đám đông). Khi tranh luận về bong bóng South Sea, Charles Mackay nói: “Khi những người còn lại trên thế giới trở nên điên loạn, chúng ta phải bắt chước họ ở một khía cạnh nào đó.”

Hyman Minsky nhấn mạnh một dạng nhẹ của loại bất hợp lý này khi đề cập “sự phớt lờ” trong thị trường. Gần đây, những làn sóng lạc quan thái quá có thể theo sau sự bi quan thái quá đã gắn chặt với những vết “đen” trên mặt trời hay con đường xuyên qua Sao Kim hay Sao Hỏa. Trong công thức của Minsky, những làn sóng lạc quan bắt đầu với “hiệu ứng thay đổi trạng thái” hay một cú sốc đối với các đặc điểm cấu trúc của hệ thống, khiến các nhà đầu tư, doanh nghiệp và ngân hàng cho vay càng lạc quan hơn nữa. Những kỳ vọng đầy tin tưởng rằng lợi nhuận sẽ tăng và thành công sẽ đến thu hút các nhà đầu tư mua các cổ phiếu rủi ro hơn. Các ngân hàng cung cấp các khoản vay rủi ro hơn trong môi trường đầy lạc quan này. Sự lạc quan tăng dần và có lẽ là ước nguyện của họ đã hoàn thành cho đến khi nó chuyển biến thành một cơn điên loạn.

ĐỢT SÓNG GIÁ VÀNG VÀO THẬP NIÊN 1970

Ngày 1/1/1970, giá vàng trên thị trường thấp hơn 40 đô-la Mỹ/ounce; đến ngày 31/12/1979, giá vàng là 970 đô-la Mỹ. Trong khoảng từ 1934 -1970, giá vàng trên thị trường ngang với giá vàng của Mỹ là 35 đô-la Mỹ/ounce. Từ đầu thập niên 1970, mối liên hệ chính thức giữa vàng và đô-la Mỹ đã bị phá vỡ, dường như vàng trở thành “một loại mặt hàng khác” như xăng dầu, thịt lợn hay trứng, được tự do buôn bán trên thị trường hàng hóa. (Hiển nhiên là vàng có một lịch sử khác biệt so với các loại hàng hóa khác; rất ít cuốn sách viết về lịch sử tiền tệ của mặt hàng thịt lợn hay trứng!). Thập

niên 1970 là một trong những thời kỳ lạm phát tăng mặc dù không theo đường thẳng, giá vàng tăng 200 đô-la Mỹ/ounce vào năm 1973, sau đó giảm xuống 110 đô-la Mỹ và tăng trong nửa sau của thập niên.

Một trong những câu nói rập khuôn là “vàng là lá chắn chống lạm phát”; trong bốn thế kỷ qua, giá thực tế hay sức mua của vàng dựa vào rổ hàng hóa tiêu biểu trên thị trường “ổn định” hay kém “ổn định” hơn xét về lâu dài. Ngược lại, vào thập niên 1970, giá vàng trên thị trường có tỷ lệ tăng hàng năm gấp nhiều lần so với tỷ lệ tăng hàng năm của mức giá tiêu dùng. Giá xăng dầu, đường, lúa mì và hầu hết các mặt hàng thiết yếu khác đều tăng trong thời kỳ lạm phát này, nhưng giá vàng tăng mạnh gấp nhiều lần.

Vào cuối thập niên 1970, giá vàng trên thị trường tăng chỉ đơn giản vì giá vàng trên thị trường tăng. Dựa vào mức tăng giá thị trường từ thứ Hai đến thứ Ba, các nhà đầu tư dự đoán mức giá thị trường vào thứ Sáu; họ mua vàng vào thứ Tư với dự đoán rằng họ có thể bán ở mức giá cao hơn vào thứ Sáu. “Lý thuyết về kẻ ngốc hơn” có lẽ đang xuất hiện ở đây, một số nhà đầu tư vàng có thể đã nhận ra rằng mức tăng giá chính là một bong bóng và dự đoán có thể bán với giá rất cao vào thời điểm trước khi bong bóng nổ tung.

Cuối thập niên 1990, giá vàng trên thị trường xấp xỉ 300 đô-la/ounce, và lại một lần nữa, chân lý kinh doanh rằng vàng là một phương thức phòng ngừa rủi ro lạm phát cao dường như đã phát huy tác dụng; giá vàng tăng cấp số 15 từ năm 1900 và giá của các mặt hàng trong rổ hàng hóa tiêu biểu trên thị trường Mỹ cũng tăng.

Gần đây, Giáo sư Irving Fisher và Knut Wicksell đã đưa ra hai luận chứng giải thích về sự bất ổn này, nhấn mạnh vào tỷ lệ lãi suất quá thấp. Giá tiêu dùng tăng khi nền kinh tế mở rộng và mặc dù tỷ lệ lãi suất tăng, mức tăng này vẫn thấp hơn tỷ lệ lạm phát, do đó tỷ lệ lãi suất thực giảm. Các chủ nợ sống trong “ảo giác tiền tệ” và lơ đi thực tế là tỷ lệ lãi suất thực đang giảm. Trái lại, các con nợ nhận ra rằng tỷ lệ lãi suất thực đã giảm; họ không bị ảo giác tiền tệ. Các nhà đầu tư hành xử hợp lý thông qua việc mua nhiều chứng khoán hay bất động sản hơn trong môi trường lợi nhuận được dự đoán là tăng và tỷ lệ lãi suất thực giảm. (Fisher và Wicksell đã đưa ra

những lý giải đầy ấn tượng về sự thay đổi tỷ lệ lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực vào thập niên 1970).

Mô hình này dựa vào một giả thuyết đặc biệt, đó là hai nhóm tham gia thị trường này có độ nhạy cảm khác nhau về ảo giác tiền tệ.

Tỷ lệ lãi suất quá thấp là một trường hợp điển hình về hiện tượng có lẽ phổ biến hơn – định giá các cải cách tài chính. Ban đầu các cải cách tài chính này được bán với giá quá thấp như là “món hàng siêu rẻ cho người đến sớm”, do vậy những món hàng này dễ dàng được chấp nhận, nhưng giá quá thấp có thể dẫn đến cầu vượt cung. Hoặc các doanh nghiệp mới vào nghề sẽ gặp phải những rủi ro không đáng có khi họ giảm giá để tăng thị phần so với các đối thủ đã tồn tại từ trước. Một ví dụ tiêu biểu là Jay Cooke, ngân hàng có tiếng tăm về việc cho vay xây dựng đường sắt ở Bắc Thái Bình Dương vào đầu thập niên 1870. Các ví dụ khác bao gồm Rogers Caldwell trên thị trường trái phiếu đô thị vào cuối thập niên 1920, Bernard K. Marcus của Ngân hàng Hoa Kỳ với lĩnh vực thế chấp trong cùng thập niên, và ông trùm mafia tài chính Michele Sindona đã mua lại Ngân hàng Franklin vào đầu thập niên 1970.

Hiện tượng đầu cơ phát triển qua hai giai đoạn. Giai đoạn đầu, các hộ gia đình, doanh nghiệp và nhà đầu tư hành xử đúng mực và hợp lý trước cú sốc; giai đoạn tiếp theo, các dự đoán về hàng dư vốn đóng vai trò ngày càng lớn quyết định tới các giao dịch của họ. “Diễn biến cảm xúc đầu tiên xuất phát từ lãi suất cao, nhưng nó nhanh chóng chuyển thành cung bậc cảm xúc thứ hai. Họ khao khát thu được khoản tiền lãi lớn bằng cách bán nguồn vốn của mình.” Vào thập niên 1830, các nhà đầu tư Mỹ ban đầu mua đất đai để mở rộng diện tích trồng cây bông có giá cao; sau đó họ mua đất đai với dự đoán rằng sẽ bán lại cho các nhà đầu tư khác với mức giá cao hơn. Vào thập niên 1850, nông dân và người quản lý đồn điền không chỉ “sử dụng” mà còn đầu cơ đất đai. Vào những thời điểm bình thường, họ mua bán đất đai nhiều hơn là canh tác, đây được coi là một phương thức dự phòng việc những cánh đồng mà họ đang trồng trọt giảm giá trị; còn trong thời kỳ bùng nổ, tính hợp lý không còn ý nghĩa nữa, họ đem bán cố hữu hết các trang trại để mua thêm đất đai, và rồi các mảnh đất mới mua lại được đem bán cố tiếp để mua thêm đất đai nhằm thu về khoản lãi

từ việc giá đất đai tăng. Cơn bùng nổ về đường sắt vào thập niên 1830 ở Anh cũng trải qua hai giai đoạn: giai đoạn đầu trước năm 1835, khi các dự án này không phải là bong bóng, và giai đoạn hai sau năm 1835, khi các dự án này trở thành bong bóng. Trong giai đoạn đầu, những người sáng lập công ty bán cổ phiếu cho các tổ chức thương mại, các nhà tư bản thuộc phái Giáo hữu, các doanh nhân cứng đầu vùng Lancashire, cả thương nhân và nhà tư bản công nghiệp – những người có của này dự đoán được các khoản lợi nhuận từ việc xây dựng đường sắt. Ban đầu họ có thể thanh toán 5-10% và sau đó thanh toán theo tiến độ công trình. Trong giai đoạn hai, những người sáng lập nhiều kinh nghiệm – trong đó có nhiều kẻ lừa đảo chỉ quan tâm đến các khoản lợi nhuận ngắn hạn – xúi giục một lớp các nhà đầu tư khác, gồm có các quý bà và giáo sỹ. Các giai đoạn này cũng xảy ra tương tự với các công trình xây dựng ở Áo vào đầu thập niên 1870; ban đầu các khu đất này được mua để xây dựng, sau đó chúng lại trở thành quân bài đầu cơ để kiếm lời. Ilse Mintz đã ghi lại quy trình bán trái phiếu nước ngoài ở Mỹ vào thập niên 1920 gồm hai giai đoạn; các trái phiếu này trong tình trạng tốt trước năm 1924 và khoản vay theo Kế hoạch Dawes (gây ra cuộc bùng nổ) và sau đó giảm dần. Các khoản vay cho Mexico và Brazil vào đầu thập niên 1970 dựa trên những đánh giá thực tế về tình trạng tín dụng của người đi vay; sau đó các ngân hàng muốn tăng các khoản cho vay cho hai nước này và do vậy, mối lo lắng của họ về chất lượng các dự án được tài trợ giảm dần.

Về cơ bản, có một sự đảo ngược giữa mục tiêu và quy trình, và cuối cùng mục tiêu trở thành quy trình. Các chủ nợ quá háo hức với quy trình đến mức không để tâm đánh giá phần kết của trò chơi và không giải đáp được câu hỏi liệu các con nợ sẽ lấy tiền ở đâu để trả lãi nếu chủ nợ dừng cho vay các khoản mới. Ban đầu, thị trường trái phiếu rủi ro cao có lẽ là hợp lý, nhưng sau đó ngu ồn cung trái phiếu rủi ro cao tăng lên và độ đáng tin cậy về khả năng trả nợ của con nợ giảm mạnh.

Thị trường mua bán nhà chỉ mới xây xong và chưa hoàn tất ở Nam California từ người này bán sang người khác ở mức giá cao chưa từng với sự tiếp tay của thị trường vay thế chấp lần hai lên đến đỉnh điểm vào năm 1981 và sau đó sụp đổ, với mức giảm giá lên tới 40%. Một “cơn điên loạn” về nhà ở xuất hiện tại Boston vào năm 1985 và 1986; 60% nhà đầu tư có ý

định bán. Năm 1988, thị trường nhà ở sụp xuống, tương tự với hiện tượng “cơn điên nguội d’ân” ở Chicago vào năm 1881. Một vụ bùng nổ và sụp đổ tương tự cũng xảy ra với thị trường căn hộ ở Chicago vào năm 2003.

Những phân tích về hai giai đoạn trên đã chỉ ra hai nhóm đầu cơ, người trong cuộc và người ngoài cuộc. Người trong cuộc gây ra hiện tượng bất ổn bằng cách kích giá tăng lên và sau đó bán ở mức giá kịch trần hay gần kịch trần cho người ngoài cuộc. Người ngoài cuộc tất yếu phải chịu khoản lỗ bằng khoản lãi của người trong cuộc. Johnson chỉ ra rằng cứ một kẻ đầu cơ gây bất ổn thì có một người bình ổn. Tuy nhiên, ban đầu những người trong cuộc chuyên nghiệp gây xáo trộn bằng cách thổi phồng xu hướng tăng giá và giảm giá; họ luôn nhắm câu thần chú “Xu hướng là bạn”. Trong một giai đoạn, các nhà đầu tư này được biết đến như là “người dôi theo sự kiện”; gần đây họ được gọi là “nhà đầu tư theo trào lưu”. Người ngoài cuộc nghiệp dư mua cao và bán thấp là nạn nhân của trạng thái phổ biến. Sau khi bị lỗ, họ trở lại với công việc hàng ngày để tiết kiệm tiền, chuẩn bị cho một cuộc chơi phung phí diễn ra trong năm hay mười năm sau đó.

Mặc dù Larry Wimmer kết luận rằng sự đầu cơ bất ổn không hề diễn ra trong cơn hoảng loạn vàng năm 1869, bằng chứng là ban đầu Gould and Fisk đã đẩy giá vàng lên và sau đó bán ở mức giá kịch trần theo phương thức giống như các hành động gây bất ổn đầu cơ. Hai nhóm đầu cơ này thu được các luồng thông tin khác nhau. Trong giai đoạn đầu, Gould cố gắng thuyết phục chính phủ Mỹ giảm giá đồng đô-la Mỹ bằng cách tăng “mức chênh lệch giữa hai loại tiền”, trong khi những kẻ đầu cơ bên ngoài dựa vào kỳ vọng mà chính phủ Mỹ tìm kiếm bắt nguồn từ kết quả hoạt động trong quá khứ nhằm đẩy mức chênh lệch giữa hai loại tiền tệ giảm, do vậy đồng đô-la Mỹ sẽ ngang giá vàng vào thời điểm tiền Nội chiến. Ngày 16/9, những người ngoài cuộc từ bỏ hy vọng này và đi theo con đường của Gould; họ mua vàng và sau đó giá tăng lên. Ngày 22/9, Gould nhận được thông tin từ một đồng sự, anh rể của Tổng thống Grant, rằng ban đầu những người ngoài cuộc đúng và rằng kế hoạch của Gould sẽ không được chấp nhận; sau đó Gould bán đi. Khi những người ngoài cuộc nhận ra họ sai thì đã quá muộn. Kết quả là vào thứ Sáu đen tối ngày 23/9/1869, cổ phiếu sụt giá.

Một trường hợp khác liên quan đến hai nhóm đầu cơ, người trong cuộc và người ngoài cuộc, là “hãng lừa đảo”. Thực tế, thuật ngữ này đã biến mất kể từ khi Sở Giao dịch Chứng khoán tuyên bố hoạt động này là bất hợp pháp, song chủ của các phòng giao dịch sôi động hiện tại lại chính là con cháu của các thế hệ “hãng lừa đảo” trước kia. Các hãng lừa đảo được miêu tả trong các tiểu thuyết, như tác phẩm *House of All Nations* (Ngôi nhà của mọi quốc gia) của Christina Stead. Những kẻ tay trong của hãng lừa đảo nhận lệnh mua và bán cổ phiếu của các nhà đầu tư nhưng không thực hiện các giao dịch đó vì họ giả định những tiên đoán của người ngoài cuộc là sai. Và các hãng lừa đảo này có lợi thế dự phòng. Nếu người ngoài cuộc dự đoán đúng “mua thấp và bán cao”, những kẻ đầu cơ của hãng này sẽ bỏ trốn. Trong tác phẩm *House of All Nations*, nhân vật Jules Bertillon đã chạy trốn tới Latvia vào năm 1934; ngày nay điếm đến có thể là Brazil, Costa Rica hay Cuba.

Các hãng lừa đảo này thúc ép các nhà đầu tư non nớt với những lời hứa hẹn về các khoản lợi nhuận chắc chắn trong thời gian ngắn. Chủ các hãng này tự mình tạo dựng doanh nghiệp; ban đầu họ mua gần như tất cả hay toàn bộ cổ phiếu của hãng. Robert Brennan thuộc công ty chứng khoán First Jersey sở hữu hay liên kết với một số hãng lừa đảo khác; tên hãng được thay đổi liên tục nhưng mưu đồ bất lương thì không đổi. Chúng dựa vào bản bẽ thân thiết để thúc ép việc tăng giá cổ phiếu; khi giá cổ phiếu tăng, chúng sử dụng hình thức tiếp thị qua điện thoại để bán cổ phiếu cho các nhà sỡ và người làm dịch vụ tang lễ tại các thị trấn nhỏ của Mỹ. Chúng cố gắng đẩy giá cổ phiếu tăng hàng ngày cho đến khi đa số cổ phiếu của công ty được bán hết cho các nhà đầu tư nhẹ dạ cả tin – những người đang sung sướng với số tiền mình có xét trên lý thuyết. Khi một hay một vài nhà đầu tư cố gắng bán để thu lợi nhuận, họ phát hiện ra rằng không hề có người mua.

Thêm một ví dụ nữa về một kẻ đầu cơ ngoài cuộc gây mất ổn định bằng cách mua cao và bán thấp, đó là câu chuyện về Isaac Newton, nhà khoa học vĩ đại, Giám đốc Sở đúc tiền. Mùa xuân năm 1720, ông tuyên bố: “Tôi có đo đạc được lực chuyển động của các thiên thần, nhưng không thể nào đo đạc được sự điên rồ của con người.” Ngày 20/4, ông quyết định bán tất cả cổ phiếu của Công ty South Sea với khoản lợi nhuận 7.000 bảng. Sau đó,

trước sức hấp dẫn từ các cơn điên loạn lây lan khắp thế giới, ông đã mua một số lượng lớn cổ phiếu ở mức giá đỉnh để rồi chịu mất trắng, với khoản lỗ khoảng 20.000 bảng. Giống như kiểu hành xử bất hợp lý của những người đã phải gánh chịu thảm họa tài chính, ông loại bỏ nó ra khỏi đầu và cho đến cuối đời, ông vẫn không thể chịu đựng được khi nghe tới cái tên South Sea.

Tuy nhiên, sự đầu cơ phồn thịnh với những kẻ trong cuộc và những người ngoài cuộc có thể dẫn đến các cơn điên loạn và cuộc hoảng loạn ngay cả khi bản thân hành vi của mỗi người tham gia dường như hợp lý. Hãy nhớ lại lời ngụ ý biện cho rằng tổng thể khác với tổng cộng của các bộ phận. Nếu một nhà đầu tư đủ nhanh nhạy đi trước một bước so với những người khác, có thể anh ta sẽ thành công, như những kẻ trong cuộc thường làm. Carswell đã trích lời một nhà đầu tư hợp lý đối với Bong bóng South Sea:

Mức tăng thêm cao hơn giá trị thực của vốn chỉ là đi đầu tưởng tượng; cho dù sử dụng bất kỳ công thức toán học nào thì một cộng với một cũng không bao giờ thành ba rưỡi, kết quả là toàn bộ giá trị ảo ấy sẽ trở thành khoản lỗ của một ai đó, người đầu tiên hay cuối cùng. Cách duy nhất để tự cứu mình thoát khỏi gánh nặng đó là phải bán kịp thời, thật đúng với câu tục ngữ “Khôn sống mống chết”.

Câu tục ngữ “Khôn sống mống chết” là đơn thuốc cho cơn hoảng loạn, tương tự như ai đó la hét khi có đám cháy trong nhà hát chật cứng người. Thụ dây chuyền cũng tương tự vậy; vì dây chuyền này không thể mở rộng quá mức, chỉ có một vài nhà đầu tư có thể bán trước khi giá bắt đầu sụt giảm. Một cá nhân cho rằng tham gia trong giai đoạn đầu của dây chuyền này là hợp lý và tin rằng những người khác cũng nghĩ rằng họ hợp lý.

Gần giống với ngụ ý biện tổng thể là định lý “mạng nhện” trong nền kinh tế, khi cung và cầu bị lệch nhau chứ không tương thích, giống như tình hình thị trường ở mỗi thời điểm được thể hiện rõ trong một cuộc đấu giá. “Hiệu ứng thay đổi trạng thái” bao gồm các sự kiện làm thay đổi tình hình, mở rộng giới hạn và thay đổi kỳ vọng. Trong các trường hợp như vậy, những kỳ vọng hợp lý của một số nhà đầu tư không đảm bảo sẽ nhận được những phản hồi như mong đợi từ phía những người khác. Khi xuất hiện

tình trạng thiếu nhà vật lý, nhà toán học hay giáo viên, nhiều học viên đã đăng ký theo học các ngành đó; và khi đến thời điểm kết thúc khóa học, số lượng người được đào tạo về chuyên ngành đó quá lớn, “cung vượt cầu”. Sau khi cung tăng chậm, các cơ hội nghề nghiệp bỗng nhiên trở nên khan hiếm. Tuy nhiên, tình trạng cung vượt cầu chỉ xảy ra sau thời kỳ nghiên cứu ban đầu. Việc thiếu cà phê, đường, bông hay các mặt hàng khác cũng gây nên những phản ứng thái quá tương tự. Cầu tăng khiến giá tăng mạnh, sau đó lại giảm nhanh và mạnh hơn khi các nguồn cung mới xuất hiện.

Lịch sử các cơn điên loạn và hoảng loạn đây áp những phản ứng gây mất ổn định theo kiểu “mạng nhện” trước các cú sốc ngoại sinh. Năm 1808, khi Brazil mở cửa cho thị trường hàng hóa Anh, chỉ trong một vài tuần, số lượng hàng hóa từ Manchester xuất hiện trên thị trường nước này lớn hơn nhiều so với 20 năm trước, bao gồm giấy trượt băng và lông ấp, trở thành một câu chuyện minh họa rõ ràng cho cơn điên loạn thương mại giữa những nhà kinh tế học trong thế kỷ XIX. Vào thập niên 1820, các thuộc địa Tây Ban Nha giành độc lập đã tạo nên cơn bùng nổ về việc cho các chính phủ Mỹ Latinh mới vay, việc đầu tư vào các cổ phiếu ngành mỏ và xuất khẩu sang khu vực; đầu tư đã tăng quá mức. Cầu thay đổi đột ngột và rồi đột nhiên chững lại. Tuy nhiên có quá nhiều yếu tố chứng tỏ đi đầu này chắc chắn tiếp tục xảy ra.

Vào thập niên 1830, sự thay đổi bất thường kiểu mạng nhện có chu kỳ hai năm. Đi đầu này tương tự như ở Mỹ vào thập niên 1850, khi người ta phát hiện ra vàng ở California:

Không chỉ riêng Mỹ mà còn cả quốc gia này [Anh] kỳ vọng quá mức vào tiềm lực của California – sau khi phát hiện ra vàng ở đây vào năm 1849 – có tác động lớn đến cuộc khủng hoảng Mỹ. Một thực tế diễn ra cả ở London và Boston là mỗi tháng có 6 hay 8 chuyến hàng với đầy đủ các mặt hàng cỡ vừa được chuyển đến San Francisco; thay vì trước kia có 12-15 con tàu lớn chở đầy hàng.

Một giả thuyết có phần cường điệu là rễ nho đã phá hỏng nhiều vườn nho và cản trở quá trình sản xuất rượu nho ở Pháp, dẫn tới sự bùng nổ cổ phiếu nhà máy rượu ở Anh vào thập niên 1880, lần lượt khi các nhà máy tư nhân

lần đầu bán cổ phiếu cho các nhà đầu tư trong cơn điên cuồng của các công ty đại chúng. Trong số đó, Arthur Guinness and Co. được mua với giá 1,7 triệu bảng và bán với giá 3,2 triệu bảng. Sự kiện này thành công đã châm ngòi cho súng nổ; và vào tháng 11/1890, 86 nhà máy rượu khác đã phát hành cổ phiếu mới lần đầu ra công chúng.

Một cơn bùng nổ đã xảy ra ở Anh vào cuối Chiến tranh thế giới thứ nhất, khi các doanh nhân nghĩ rằng chiến thắng này sẽ giảm bớt sức cạnh tranh của người Đức trong ngành than, thép, tàu thủy và dệt bông. Giá các tài sản công nghiệp, tàu, cổ phiếu, thậm chí cả nhà ở, đều tăng. Các công ty sáp nhập; nhiều vụ sáp nhập được tài trợ với các khoản tín dụng lớn. Sau đó, từ mùa hè năm 1920 cho tới vụ đình công ngành than vào quý II năm 1921, một nhận thức nghiêm túc đã được nhen nhóm.

Thêm ba trường hợp nữa nằm trong ranh giới của sự hợp lý. Đầu tiên là trường hợp các công nhân – những người quen sống với một mức thu nhập cố định và thấy khó khăn trong việc giảm chi tiêu khi thu nhập giảm. Trong lý thuyết tiêu dùng, đây chính là hiệu ứng Duesenberry. Trong ngu ồn cung lao động, nó tạo ra “đường cung lao động cong về phía sau” đường cong chỉ ra mức lương cao hơn không khiến người lao động làm việc nhiều hơn và phương thức thúc đẩy nỗ lực trong công việc làm giảm bớt mức lương tính theo đơn vị thời gian. John Stuart Mill diễn giải:

Những thăng trầm như vậy, bắt đầu từ việc đầu cơ bất hợp lý và kết thúc với một cuộc khủng hoảng thương mại, cho đến nay vẫn ít xảy ra hoặc ít khắc nghiệt hơn do sự tăng trưởng vốn và mở rộng ngành... Có thể nói chính xác hơn, điều đó xảy ra là do sức cạnh tranh gia tăng; tuy nhiên, tôi thích nói rằng đó là do tỷ suất lợi nhuận và lãi suất thấp, nó khiến các nhà tư bản không hài lòng với khoản lợi nhuận thu được từ hoạt động buôn bán.

Ở Pháp, vào cuối thời kỳ Khôi phục chế độ quân chủ và bắt đầu Nền Quân chủ tháng 7, từ 1826-1832, hiện tượng đầu cơ lan tràn khắp nơi, dù “người Pháp thường xuyên cảm thấy nghi ngờ về các khoản tiền bất chính”. Các địa chủ kiếm được từ 2,25 3,75% từ số của cải của mình; các nhà tư bản công nghiệp cố gắng thu về khoản lợi nhuận lớn hơn tỷ lệ lãi suất của các

khoản đầu tư cố định lâu dài khoảng 2-4% điểm và kiếm lời từ 7-9%. Các thương nhân và nhà đầu cơ trong lĩnh vực nguyên liệu thô tìm kiếm mức lợi nhuận khoảng 20-25% vốn đầu tư. Charles Wilson ghi chú rằng trước đó người Hà Lan đã chuyển từ vị trí thương nhân trở thành chủ ngân hàng; họ ngày càng đầu cơ nhiều hơn vì tỷ lệ lãi suất ở Amsterdam giảm từ 2,5-3%. Việc nợ chính phủ chuyển biến với quy mô lớn vào năm 1822, 1824 và lại bắt đầu vào năm 1888 đã dẫn đến tỷ lệ lãi suất giảm và thu hút các nhà đầu tư Anh mua thêm chứng khoán nước ngoài. Andréadès nhận xét: “Khi lãi suất giảm, thế giới thương mại ở Anh vốn không thể giảm bớt được sự khắt khe của những hoạt động thương mại trước đó, từ bỏ hoạt động kinh doanh thông thường nhằm tìm kiếm các khoản lợi nhuận lớn hơn, nhưng chịu nhiều rủi ro hơn... đầu cơ dẫn đến thảm họa và sau cùng, ngân hàng trung ương lại phải đứng ra gánh đỡ.”

Cơn bùng nổ các khoản vay từ các nghiệp đoàn cho các nước thuộc Thế giới thứ ba vào thập niên 1970 theo sau một sự sụt giảm mạnh về lãi suất cổ phiếu đô-la Mỹ vào mùa xuân năm 1970, khi Cục Dự trữ thực thi một chính sách mở rộng hơn. Các ngân hàng có tính thanh khoản cao và tìm kiếm những người đi vay hấp dẫn, bao gồm các chính phủ và doanh nghiệp nhà nước thuộc Thế giới thứ ba, chủ yếu là ở Mỹ Latinh. Thập niên 1960 là thập niên của sự gia tăng xu hướng quốc tế hóa đối với các ngân hàng Mỹ và một số chi nhánh nước ngoài được thiết lập với tốc độ chóng mặt. Vì giá hàng hóa tăng mạnh, thu nhập danh nghĩa và thu nhập thực tế ở Mexico, Brazil và hầu hết các quốc gia đang phát triển đều tăng với tỷ lệ cao hơn trung bình. Giá hàng hóa giảm mạnh vào đầu thập niên 1980 do tỷ lệ lãi suất ở Mỹ tăng, sau đó thu nhập danh nghĩa và thu nhập thực tế ở các quốc gia đang phát triển giảm. Liệu các ngân hàng có nên thấy trước rằng giá hàng hóa giảm là điều tất yếu?

Trường hợp thứ hai liên quan đến việc cố bám riết lấy hy vọng về một sự cải thiện nào đó, hoặc không thể đưa ra hành động cụ thể khi mọi thay đổi đang diễn ra. Điểm đầu tiên cần nhắc đến là thất bại của các công ty New York Warehouse and Security, của Kenyon, Cox & Co và Jay Cooke and Co. vào ngày 8, 13 và 18/9/1873, vì các khoản vay xây dựng đường sắt (tương ứng là Missouri, Kansas và Texas, Nam Canada và Bắc Thái Bình Dương) liên quan đến các dự án đầu tư. Các đường sắt này không thể bán

trái phiếu để huy động thêm vốn hoàn thành công trình xây dựng vẫn đang dở dang vì Berlin và Vienna đã ngừng cho Mỹ vay. Tương tự, khi Mỹ ngừng các khoản cho vay dài hạn đối với Đức vào năm 1928, đồng thời các nhà đầu tư Mỹ quay sang với cổ phiếu và dừng mua trái phiếu thì các ngân hàng New York và các tổ chức đầu tư tiếp tục cho Đức vay các khoản vay ngắn hạn. Khi cưỡi trên lưng hổ hay rơi vào tình cảnh khó khăn, thì sự cứu trợ dù trong một khoảng thời gian ngắn cũng mang ý nghĩa lớn lao.

Có một sai lầm đã bị bỏ qua, đó là các ngân hàng Đức đã cam kết cho các ngân hàng Thụy Điển vay các khoản lớn trong trận chiến Crimea (1854-1856) để buôn lậu hàng hóa vào Nga; các ngân hàng ở Đức không thể bãi bỏ các khoản vay này khi hòa bình lập lại. Người Thụy Điển sử dụng khoản tiền này để đầu cơ vào lĩnh vực đóng tàu thủy, xây dựng các nhà máy và khai thác than – những hoạt động đã lôi kéo Đức vào cuộc khủng hoảng thế giới năm 1857.

Trường hợp thứ ba là phải lưu tâm đến mô hình hợp lý, song mô hình đó là sai. Một ví dụ nổi tiếng trong một lĩnh vực khác là “tâm lý phòng tuyến Maginot” của người Pháp. Ponzi cho rằng: “Khi một người quá say sưa với thứ gì đó, có lẽ anh ta sẽ bị lóa mắt.” Hay nhà kinh tế Bagehot đã nói: “Hiếm có người nào từng theo đuổi một quan niệm độc đáo và ấn tượng lại có thể từ bỏ nó.” Vào thập niên 1760, các thương nhân Đức không phải chịu thêm tổn thất do giá hàng hóa giảm cho đến giai đoạn cuối cuộc Chiến tranh Bảy năm. Vì vậy, năm 1799, khi Cuộc chiến Napoleon đang tiếp diễn, họ không chuẩn bị gì cho hiện tượng sụt giá, vốn đi kèm với việc đội quân lục địa châu Âu của Napoleon thâm nhập và phong tỏa vào năm 1798. Hoặc lấy ví dụ trường hợp các chủ ngân hàng và nhà tư bản công nghiệp người Pháp đã thiết lập vòng đai ngành đường vào năm 1888, đặc biệt sau khi các nghiệp đoàn chuyển hướng vào ngành thép, sắt, đường sắt, than và đường vào giai đoạn đầu của thập niên, bị hấp dẫn bởi sự thành công của các nghiệp đoàn kim cương ở Nam Phi và hăng độc quyền thủy ngân của dòng họ Rothschild ở Tây Ban Nha. (Nhiều nhà kinh tế và nhà phân tích đã suy đoán dựa vào thành công rõ ràng của Tổ chức Các nước Xuất khẩu Dầu mỏ (OPEC) khi giá dầu tăng vào thập niên 1970 để khẳng định rằng các nghiệp đoàn cố định giá thành công sẽ giảm sản lượng thực tế của các nguyên liệu thô và thực phẩm khác, dẫn đến giá các sản phẩm này tăng cao

hơn). Năm 1890, các nghiệp đoàn Pháp sở hữu 60.000 tấn đồng có giá cao cộng với các hợp đồng đặt mua thêm; các mỏ cũ hoạt động trở lại và các doanh nghiệp bắt đầu xử lý các mảnh vụn trong khi giá đồng đang giảm mạnh. Năm 1889, ngân hàng Comptoir d'Escompte đã làm giá đồng giảm từ 80 bảng/tấn xuống còn 38 bảng/tấn, nhờ vào khoản tạm ứng 140 triệu frăng từ Ngân hàng Pháp, các ngân hàng ở Paris ngấn ngại bảo lãnh khoản tạm ứng này.

Cải cách tài chính dưới hình thức bãi bỏ điều lệ hoặc tự do hóa thường gây nên cú sốc. Đầu thập niên 1970, Ronald McKinnon dẫn đầu cuộc tấn công trí tuệ nhằm theo đuổi “cơ chế áp chế tài chính”, phân khúc thị trường tài chính ở các quốc gia đang phát triển, từ đó dẫn đến việc đối xử ưu đãi đối với các tổ chức vay tiền từ chính phủ, những người đi vay trong lĩnh vực ngoại thương và các doanh nghiệp lớn. Thông điệp đặc biệt thu hút sự chú ý của các nước Mỹ Latinh chịu sự tác động của học thuyết chủ nghĩa tự do của Chicago. Một số nước đã bãi bỏ hệ thống tài chính sau khi hàng loạt các ngân hàng mới mọc lên và tăng trưởng tín dụng mạnh, lạm phát và sụp đổ. McKinnon đã thu được bài học từ thất bại này, đó là khi bãi bỏ các quy định, họ cần phải nghiên cứu kỹ lưỡng một số bước.

Ba Lan và Nga cũng phải đối mặt với các vấn đề tương tự vào thập niên 1980 và đầu thập niên 1990, với các cuộc thảo luận gay gắt về việc có nên chuyển đổi nền kinh tế kế hoạch sang nền kinh tế thị trường một cách nhanh chóng hay từ từ. Sự thành công của nền kinh tế kế hoạch trong thời kỳ quá độ dường như phụ thuộc vào ký ức của mỗi cá nhân trong nền kinh tế xã hội chủ nghĩa về thời kỳ chủ nghĩa tư bản, trước khi tiến lên chủ nghĩa xã hội. Nền kinh tế thị trường ở Ba Lan để lại ấn tượng mạnh mẽ hơn nhiều so với ở Nga; ký ức của nước Nga đã bị phá hỏng bởi sự tham nhũng. Những ký ức như vậy có ý nghĩa quyết định sự thành công của thời kỳ quá độ hơn là tốc độ của việc bãi bỏ sự kiểm soát của chính phủ và việc tư nhân hóa các hãng độc quyền nhà nước.

Một trường hợp hoàn toàn bất hợp lý là xã hội hy vọng về một sự kiện nổi bật nào đó nhưng lại không mấy phù hợp với tình hình kinh tế hiện tại, và một điều khác nữa là khi xã hội bỏ qua các dấu hiệu mà họ không muốn nghĩ đến. Nhiều doanh nghiệp Áo đã mở rộng đầu tư khi dự báo hoạt động

kinh doanh sẽ tăng trưởng sau lễ khai mạc Hội chợ Thế giới ở Áo vào ngày 1/5/1873; các khoản nợ có tính thanh khoản vượt quá các tài sản dễ hoán chuyển, do vậy họ gặp khó khăn về tài chính. Mục tiêu của các hội chợ và triển lãm thế giới là tăng cường hoạt động

CUỘC SỐNG GIÀU CÓ CỦA CHARLIE PONZI Ở TIRANA

Trong thời kỳ quá độ từ nền kinh tế kế hoạch sang nền kinh tế thị trường tại các nước Đông Âu vào đầu thập niên 1990, cơ cấu tài chính không còn được điều tiết nữa. Các doanh nhân – trong đó có một số người trước đây thuộc quân đội ở Albania – đi đầu hành các doanh nghiệp và hứa hẹn tỷ suất lợi nhuận cao, thường là 30%/tháng. Chính phủ các nước này đã tích lũy được nhiều khoản tiền gửi tại các ngân hàng quốc doanh, với tỷ lệ lãi suất cực kỳ thấp. Do vậy, họ bị hấp dẫn bởi tỷ lệ lãi suất cao mà các tổ chức tài chính mới mọc lên hứa hẹn. Mức độ cạnh tranh giữa các “ngân hàng” khác nhau tiếp tục hứa hẹn tỷ lệ lãi suất cao.

Một số người Albania đã bán nhà để gửi tiền tại ngân hàng và sau đó thuê chính căn nhà của họ để ở; “lãi suất” nhận từ khoản tiền gửi cao hơn nhiều so với khoản tiền thuê nhà. Thông thường, người mua nhà chính là những người sở hữu và quản lý các ngân hàng này. Người Albania trong cộng đồng người Do Thái chuyển tiền từ New York, Chicago và Frankfurt cho họ hàng ở Tirana và rồi khoản tiền đó lại được gửi tại các ngân hàng này. Một số người Albania nghỉ việc bởi thu nhập từ các khoản lãi cao hơn nhiều so với mức lương của họ.

Than ôi! Thật tuyệt vời nếu điều đó trở thành sự thật, song trớ trêu thay lại không phải vậy!

kinh doanh, do vậy có một khoản đầu tư lớn về chỗ ở dành cho người tham gia hội chợ. Tín dụng ngân hàng có hạn; việc hoán đổi hàng hóa, bất động sản, cổ phiếu và khoản nợ thành tiền đang được thực hiện và chuỗi hóa đơn về chỗ ăn chỗ ở kéo dài hơn nữa. Tuy nhiên, các ngân hàng và doanh nghiệp chờ đợi các buổi triển lãm khai trương, bởi họ nghĩ, hay ít nhất là hy vọng, rằng doanh số tăng sẽ cứu vãn tình thế này. Khi các buổi triển lãm

khai trương và doanh số khiến mọi người thất vọng, ngày 5 và 6/5, thị trường sụp đổ.

Các ví dụ trên chỉ ra rằng mặc dù tính hợp lý của giả định hợp lý, nhưng các thị trường đôi lúc lại hành động bất hợp lý, thậm chí ngay cả khi những người tham gia thị trường tin rằng họ đang hành động hợp lý.

Hiệu ứng thay đổi trạng thái

Hiệu ứng thay đổi trạng thái là một sự kiện hay cú sốc ngoại sinh làm thay đổi nhận thức, kỳ vọng, cơ hội kiếm lời, các hành vi. Cơn tăng giá dầu là một hiệu ứng thay đổi trạng thái. Sự mất giá bất ngờ là một hiệu ứng thay đổi trạng thái khác – mặc dù hầu hết mọi người đều đã biết trước điều này. Cú sốc phải đủ lớn mới có thể gây tác động đến triển vọng kinh tế. Các sự kiện hàng ngày có thể làm thay đổi triển vọng, nhưng ít sự kiện đủ lớn để được coi là hiệu ứng thay đổi trạng thái.

Chiến tranh là một hiệu ứng thay đổi trạng thái quan trọng. Một số cuộc khủng hoảng xảy ra ngay vào thời kỳ đầu hoặc cuối cuộc chiến tranh, hay một vài kỳ vọng vô căn cứ chỉ có thể xuất hiện vào thời điểm ngay sau khi kết thúc chiến tranh. Sự kiện đáng chú ý nhất có thể kể đến đầu tiên là cuộc khủng hoảng vào tháng 8/1914. Hiệu ứng thay đổi trạng thái vào thời kỳ cuối của cuộc chiến tranh bao gồm các cuộc khủng hoảng năm 1713, 1763, 1783, 1816, 1857, 1864, 1873 và 1920. Ngoài ra còn một danh sách ấn tượng các cuộc khủng hoảng kéo dài 7-8 năm, sau khi cuộc chiến kết thúc – khoảng thời gian này đủ để những kỳ vọng vô căn cứ vào giai đoạn cuối cuộc khủng hoảng ban đầu hình thành; bao gồm các cuộc khủng hoảng năm 1720, 1772, 1792, 1825, 1873 ở Mỹ (nếu có mối liên hệ với cuộc Nội chiến) và năm 1929.

Những thay đổi chính trị với sức ảnh hưởng sâu rộng có thể làm rung chuyển hệ thống và thay đổi các kỳ vọng. Cuộc Cách mạng Huy hoàng năm 1688 đã gây nên cơn bùng nổ thành lập các công ty mới. Trước năm 1695 có 140 công ty cổ phần với tổng số vốn là 4,5 triệu bảng, hơn 80% trong số đó đã thành lập được bảy năm. Trước năm 1717, tổng vốn hóa đạt 21 triệu bảng. Vào tháng 7/1720, bộ luật Bubble Act (luật về giá bong bóng)

ng nghiêm cấm việc thành lập các công ty cổ phần mới mà không nhận được sự chấp thuận chính thức từ phía quốc hội, hạn định này kéo dài cho đến năm 1856. Mặc dù thông thường quy định này được xem là một giải pháp cho hiện tượng đầu cơ tại South Sea, Carswell khẳng định quy định này đã được thực thi nhằm hỗ trợ công ty South Sea, giống như khi nhà vua và quốc hội tìm cách áp chế sự phát triển của các công ty đối thủ nhằm thu về các khoản lợi nhuận cho nhà sáng lập công ty South Sea khi bong bóng vỡ.

Các sự kiện như cuộc Đại Cách mạng Tư sản Pháp, Khủng bố, Lãnh sự quán, Đế chế, cùng các tình tiết xảy ra trong Cuộc chiến Napoleon, đã gây ra những chuyển biến trên quy mô lớn vào năm 1792-1793 và 1797, thị trường đóng và mở ở châu Âu và các nơi khác cũng như với mặt hàng thuộc địa và ở Anh. Những sự kiện mang tính chính trị tương tự diễn ra ở Pháp là Thời kỳ khôi phục chế độ quân chủ (1815), Nền Quân chủ tháng 7 (1830), cuộc cách mạng tháng 2/1848 và nền Đế chế thứ hai (1852). Cuộc nổi loạn Sepoy ở Ấn Độ vào tháng 5/1857, xảy ra sau cuộc cách mạng quân đội Hindustan, phần nào khiến London rơi vào tình cảnh khó khăn về tài chính. Các sự kiện này là một tiền lệ đối với vụ hỗn loạn ở Invergordon vào tháng 9/1931, khi một nhóm thủy thủ người Anh đang sắp đình công chống lại việc giảm tiền lương của chính phủ mới. Người dân ở lục địa châu Âu cho rằng phản ứng này là hành động chống đối một phần thể chế nước Anh và lực lượng hải quân, điều này góp phần khiến nước Anh tạm ngừng chính sách quy đổi bảng Anh thành vàng.

Chiến tranh, cách mạng, việc khôi phục chế độ quân chủ, thay đổi thể chế và sự nổi loạn phần lớn phát sinh từ bên ngoài. Nhưng thật khó có thể coi hiệu ứng chuyển đổi trạng thái về tiền tệ và tài chính là các hiệu ứng ngoại sinh. Tuy nhiên, với việc đúc lại tiền khá vụng về, tỷ lệ giữa vàng và bạc không tuân theo chế độ hai bản vị, chính phủ đã chuyển hướng nhằm tiết kiệm chi phí, không ngờ điều này lại đẩy sự chú ý của các nhà đầu tư sang con đường khác, các khoản cho vay mới được chứng minh là thành công vượt ngoài dự tính – những điều này cũng có thể được coi là hiệu ứng thay đổi trạng thái.

Cuộc khủng hoảng tài chính Kipper– und Wipperzeit giai đoạn 1619-1923 bắt nguồn từ hành động của những người đổi tiền - những người dùng tiền

giả từ các sở đúc tiền đang mọc lên như nấm và lừa đảo để đổi tiền xấu lấy tiền tốt từ những người nông dân, người bán hàng và thợ thủ công khờ khạo. Việc làm tiền giả tăng mạnh ở khắp các bang cho đến khi những đồng tiền được sử dụng hàng ngày trở thành vô giá trị.

Ngược lại, người Đức chủ trương đúc lại tiền. Năm 1763, Vua Frederick II của Phổ mua bạc ở Amsterdam để chuẩn bị cho ra đời một hệ thống tiền tệ mới, thay thế hệ thống tiền tệ kém chất lượng trong Chiến tranh Bảy năm. Ngài thu hồi toàn bộ số tiền cũ đang lưu hành trước khi tiền mới được phát hành, điều này đã đẩy đến một cuộc khủng hoảng giảm phát và việc sụt giá một loạt hóa đơn chiết khấu. Hơn một thế kỷ sau, chính quyền Đức phát hành tiền mới nhưng lần này là vào thời điểm trước khi thu hồi toàn bộ tiền cũ nhằm tránh phải thanh toán các khoản lãi. Trong ba năm, nguồn cung tiền tăng từ 254 triệu thaler (762 triệu mác) lên gấp ba lần. Kết quả là xảy ra lạm phát.

Cuộc khủng hoảng năm 1893 ở Mỹ, bắt nguồn từ đạo luật Sherman Silver Act năm 1890 cho phép hoán đổi vàng, đã bắt đầu le lói. Việc hoán đổi nợ ở Anh vào những năm 1822, 1824, 1888 và 1932 cũng trong tình trạng tương tự, mặc dù việc hoán đổi nợ diễn ra năm 1932 liên quan đến cơn bùng nổ vênh nhà ở – dù cơn bùng nổ này không dẫn đến khủng hoảng. Ở Pháp, sự hoán đổi công trái với tỷ lệ 5% được đưa ra thảo luận sau năm 1823, khi nguồn cung tiền mở rộng và tỷ lệ lãi suất giảm khiến các nhà đầu tư không ngần ngại mua công trái với mức giá cao hơn quy định. Cứ ba ngân hàng thì một ngân hàng có mục tiêu hoán đổi khác nhau: Gia đình Rothschild muốn bán công trái nhiều hơn, Greffuhle (và Ouvrard) hy vọng thu hút các nhà đầu tư xây dựng kênh đào, trong khi Laffitte muốn ưu tiên phát triển ngành công nghiệp. Trong trường hợp này, những trở ngại chính trị đã ngăn cản việc ban hành các điều luật, cuối cùng thị trường phải từ bỏ mục tiêu của mình để duy trì giá công trái ở mức cao hơn quy định. Tỷ lệ lãi suất giảm mạnh gây ra hiện tượng đầu cơ. Chính phủ phải xây dựng các kênh đào bằng tiền riêng, và ánh sáng mờ nhạt từ cơn bùng nổ đường sắt có thể thấy ở Pháp dọc con sông Loire, Rhône và Seine. Tuy nhiên, mục tiêu chính của hoạt động đầu cơ là xây dựng các tòa nhà xung quanh và trong các thành phố chính – Paris, Mulhouse, Lyons, Marseilles, Le Havre. Cuốn tiểu thuyết César Birotteau của Honoré de Balzac mang âm hưởng

của sự kiện này. Được viết năm 1830, đó là câu chuyện buồn về một người bán nước hoa đã bị dụ dỗ vay tiền mua các tòa nhà ở các vùng lân cận của Madeleine với hy vọng “sẽ thu được khoản lợi nhuận tương đương với khoảng thời gian làm việc ba năm”.

Sự thành công của các khoản vay dùng để bồi thường thiệt hại chiến tranh sau Chiến tranh Napoleon, Chiến tranh Pháp - Phổ và Chiến tranh thế giới thứ nhất đã được nhắc đến. Bất kỳ thành công đáng kinh ngạc nào liên quan đến vấn đề an ninh, với lượng tiền đóng góp lớn và người đóng góp được nhận lãi ngay, đều thu hút người đi vay, người cho vay, đặc biệt các ngân hàng đầu tư. Khoản vay từ ngân hàng Baring năm 1819 – “khoản vay nước ngoài quan trọng nhất từ một ngân hàng của Anh” – nhanh chóng kéo theo hàng loạt vấn đề đối với Pháp, Phổ, Áo, v.v... Công trái Thiers khiến các ngân hàng Pháp chờ đợi vô vọng các khoản vay nước ngoài, niềm khao khát mãnh liệt của Nga hoàng cũng nhận được sự khuyến khích từ chương trình hoán đổi khoản vay năm 1888. Các khoản vay từ kế hoạch Dawes năm 1924 đã giúp các nhà đầu tư Mỹ nhận ra sức hút của việc mua chứng khoán nước ngoài – ít nhất là trong năm năm. Số người mua công trái Thiers tăng lên gấp 14 lần, các khoản vay từ kế hoạch Dawes tăng gấp 11 lần. Quan trọng hơn là đi đầu đó xuất phát từ kỳ vọng của các nhà đầu tư. Rosenberg đã miêu tả ba khoản vay của Pháp năm 1854 và 1855 như là một hiện tượng kỳ lạ, bởi số tiền các nhà đầu tư mong muốn vay lớn gấp đôi khoản tiền Pháp sẵn sàng cho vay (468 triệu frăng so với khoản tiền sẵn sàng cho vay là 250 triệu frăng), gấp bốn lần (2.175 triệu frăng so với khoản tiền sẵn sàng cho vay là 500 triệu frăng) và gấp năm lần (3.653 triệu frăng so với 750 triệu frăng). Tuy nhiên, ở Áo và Đức, khi cơn đầu cơ bùng nổ vào thập niên 1850, số người mua cổ phiếu của ngân hàng Credit Anstalt tăng gấp 43 lần, họ đã phải xếp hàng từ đêm hôm trước mới có thể mua được, và khi Ngân hàng Brunswick cần 2 triệu thaler vào tháng 5/1853, số tiền thu được gấp 112 lần chỉ trong vòng ba tiếng đồng hồ.

Việc bãi bỏ các chính sách ngân hàng và các tổ chức tín dụng nằm trong các hiệu ứng thay đổi trạng thái chính gần đây; nhiều cải cách tài chính như vốn phái sinh (đã xuất hiện từ trước nhưng chỉ với quy mô khiêm tốn); quỹ đầu tư mang lại nhiều cơ hội làm giàu mới, song phải chịu rủi ro thua lỗ; Quỹ Đầu tư Tín thác Bất động sản (REIT); ngân hàng tách các khoản vay

và cần cố thành các chứng khoán để mua bán; và phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) của các công ty tư nhân.

Việc bãi bỏ chính sách của các tổ chức tài chính là một nhân tố chính tạo ra bong bóng giá tài sản ở Nhật Bản vào thập niên 1980, đặc biệt là vào nửa cuối thập niên. Các ngân hàng của Nhật Bản đều muốn giành vị trí đứng đầu về tài sản hoặc khoản tiền gửi, muốn giành vị thế cao hơn trong nấc thang tiền lên thành những ngân hàng tốt nhất – nghĩa là mỗi ngân hàng phải “cho vay nhiều hơn” với tốc độ nhanh hơn so với các ngân hàng đứng cao hơn trong bảng xếp hạng.

Cuộc cách mạng công nghệ vào thập niên 1920 – ngành sản xuất ô tô tăng mạnh, quá trình điện khí hóa mạnh mẽ ở Mỹ, hệ thống điện thoại mở rộng nhanh chóng, số lượng các nhà hát tăng và sự xuất hiện của radio – là một cú sốc lớn. Đầu tư gia tăng. Tương tự trong những năm 1990, nhất là vào nửa sau của thập niên, một cuộc cách mạng công nghệ thông tin lớn xuất hiện. Các quỹ đầu tư mạo hiểm, đặc biệt ở khu vực Vịnh San Francisco, háo hức tài trợ cho nhiều kỹ sư giàu ý tưởng. Sau đó, ở giai đoạn sau, các quỹ này thu được “nguồn vốn ít ỏi”. Giai đoạn tiếp theo là một trong các ngân hàng đầu tư lớn như Merrill Lynch, Morgan Stanley hay Credit Swiss First Boston giúp các doanh nghiệp thực hiện quy trình phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng khi các doanh nghiệp này chuẩn bị cổ phần hóa. Dựa vào nhu cầu, các ngân hàng đầu tư chào giá ở mức giá 19, 23 hay 31 đô-la Mỹ/cổ phiếu và có thể 20% cổ phiếu của các doanh nghiệp sẽ được bán ra. Thông thường, giá cổ phiếu vào cuối phiên giao dịch ngày đầu tiên sẽ cao gấp ba hay bốn lần giá phát hành lần đầu ra công chúng.

“Tiếng nô” đi kèm với giá cổ phiếu trong phiên giao dịch ngày đầu tiên là lời quảng cáo rằng giá cổ phiếu chỉ có thể tăng. Cuối thập niên 1990, phần lớn các cổ phiếu mới phát hành đều gặp phải cơn bùng phát lớn trong ngày giao dịch đầu tiên. Giá bùng phát khuyến khích nhiều đợt phát hành cổ phiếu mới.

“DOW 36.000”, “DOW 40.000”, “DOW 100.000”

Năm 1999, có ba cuốn sách được xuất bản với tiêu đề khá giống nhau. Chủ đề chung là nếu tỷ lệ lãi suất vẫn thấp và thu nhập doanh nghiệp tiếp tục tăng, cuối cùng chỉ số Dow Jones tiếp tục tăng cao ở mức chưa từng có. Đây là tính logic không thể bác bỏ, và gần như một sự mở rộng của nguyên tắc lực đẩy Acsimet – hãy cho tôi một điểm tựa, tôi sẽ nâng bổng cả trái đất. Về lâu dài, giá cổ phiếu phản ánh ba nhân tố: tốc độ tăng trưởng GDP, phân chia lợi nhuận của GDP và mối quan hệ giữa giá cổ phiếu với thu nhập của doanh nghiệp hay chỉ số P/E của cổ phiếu. Như vậy, xét lâu dài, phần phân chia lợi nhuận của GDP Mỹ tăng đáng kể, khoảng 8%, và chỉ số P/E của cổ phiếu ở mức trung bình là 18.

Các nhà đầu tư tiếp tục lựa chọn giữa mua trái phiếu hay cổ phiếu. Lãi suất trái phiếu trung bình là 5%; do vậy, lãi suất thực tế của trái phiếu - sự đảo chiều của tỷ lệ lãi suất - là 20.

Những người dự đoán chỉ số Dow ở mức giá 36.000 tin rằng chỉ số P/E của cổ phiếu cao hơn vì cổ phiếu có độ rủi ro cao hơn so với trái phiếu.

Các mục tiêu đầu cơ

Trong một vài thập niên cuối thế kỷ XX, các nhà đầu tư chủ yếu đầu cơ vào bất động sản hay cổ phiếu; còn trong những thời kỳ đầu, mục tiêu đầu cơ rất khác nhau. Bảng mô tả các chu kỳ sẽ được giới thiệu trong phần Phụ lục, chỉ ra xu hướng thay đổi mục tiêu, ở thời điểm ban đầu là các danh mục yêu thích và ở giai đoạn cuối chuyển sang một số các danh mục hàng hóa khác nhau, các tài sản và công cụ tài chính khác.

Hiệu ứng thay đổi trạng thái sẽ tạo ra một cú sốc thu hút các cá nhân đầu tư vì lợi nhuận trước mắt, đặc biệt là lợi nhuận trong tương lai, ở mức độ nào? (Giả sử hoạt động đầu cơ bất ổn diễn ra trong thế giới mà các nhà đầu tư cho rằng mọi thứ đều rất hợp lý. Sau đó, giả sử một cú sốc ngoại sinh làm cho thế giới này bị tan hoang, chính cú sốc này khiến các nhà đầu tư đưa ra những nhận định sai). Có nhiều cú sốc: chỉ một tỷ lệ nhỏ trong số đó dẫn đến bong bóng đầu cơ.

Một vấn đề là liệu các nhà đầu tư có hai hay nhiều mục tiêu đầu cơ, như bất động sản và cổ phiếu, trước khi “sự buôn bán quá khả năng vốn” tích

tự đủ điều kiện tạo nên cơn bão khủng hoảng hay không. Hãy nghiên cứu một vài trường hợp có hai hay nhiều mục tiêu đầu cơ.

Bong bóng South Sea và Mississippi năm 1720 liên quan đến việc mở rộng hệ thống tài tệ của quốc gia. Sự đầu cơ bắt đầu từ chứng khoán của công ty South Sea, ngân hàng Sword Blade ở Anh, công ty Mississippi, công ty của John Law có trụ sở ở Pháp và lan nhanh sang các hoạt động kinh doanh khác, hàng hóa và bất động sản; sự gian lận có mặt ở hầu hết các hoạt động kinh doanh. Công ty South Sea đã bị suy giảm giá trị do cố gắng kìm hãm hoạt động đầu cơ của các đối thủ cạnh tranh, dựa vào đạo luật Bubble Act (luật về giá bong bóng) tháng 6/1720, khi đưa ra các vụ kiện tụng chống lại York Buildings, Lustrings và Welsh Copper. Tuy nhiên, công ty South Sea lại rơi vào tình trạng “gậy ông đập lưng ông”. Đối tượng đầu cơ chuyển sang mục tiêu khác khiến giá của tất cả các mặt hàng đều tăng, do các nhà đầu cơ bán cổ phiếu của South Sea khi giá lên mức đỉnh điểm. Điều này tác động trực tiếp tới một vài thị trường khác đúng vào thời điểm giá bất động sản bắt đầu dịch chuyển cùng với bảng yết giá Bong bóng South Sea. Ở Pháp, giá bất động sản tăng vào mùa thu năm 1719, khi các nhà đầu cơ bắt đầu thu được lợi nhuận từ Bong bóng Mississippi.

Cơn bùng nổ năm 1763 dựa vào chiến phí từ chính phủ và khoản tài trợ thông qua chuỗi các hóa đơn chiết khấu. Thất bại của DeNeufville Brothers đã gây ra hoảng loạn, bán “hàng hóa, tàu thuyền và chứng khoán giống như nhiều doanh nghiệp của Hà Lan”, và nhận thanh toán bằng hàng trăm nghìn đồng florin, khác hẳn với thời điểm trước đó họ hiếm khi giữ một vài nghìn đồng florin trong két sắt. Một nguyên nhân khác dẫn tới việc các hoạt động kinh doanh suy sụp có thể là cơn hạn hán lịch sử xảy ra ở Anh năm 1762, đồng thời với nó là sự khan hiếm củ khô, thịt, bơ và pho mát.

Hoạt động đầu cơ cổ phiếu của Công ty Đông Ấn ở Amsterdam và London cùng sự sụp đổ của Ngân hàng Ayr (Douglas, Heron & Co.) đã kết tủa tạo nên cuộc khủng hoảng năm 1772. Có vô số thông tin chi tiết rất phức tạp, như sự đối lập chính trị trong Công ty Đông Ấn và sự hạn chế tín dụng từ phía Ngân hàng Anh; việc thành lập Ngân hàng Ayr mới (phải gánh chịu các khoản nợ xấu từ các ngân hàng cũ) bằng các khoản vay từ London;

chuyến bay vào tháng 7/1772 của Alexander Fordyce, người đã bị thua lỗ nặng nề khi bán cổ phiếu Công ty Đông Ấn trước thời hạn. Khi giá cổ phiếu giảm vào mùa thu năm đó, Clifford & Co., ngân hàng Hà Lan dẫn đầu một nghiệp đoàn với mục tiêu đẩy giá lên, đã thất bại. Tuy nhiên, những hiện tượng như vậy dường như chỉ là hình thức bề ngoài. Các khoản đầu tư lớn ở Anh trong lĩnh vực nhà ở, đường cao tốc, kênh đào và các công trình công cộng khác đã khiến nguồn lực cạn kiệt và không còn khoản tín dụng dư thừa. Một nguồn thông tin cho rằng giá cà phê giảm đầu năm 1770 chính là một nguyên nhân dẫn đến cuộc khủng hoảng năm 1772-1773, tuy nhiên điều này không được Wilson, Ashton, Clapham hay Buist nhắc đến.

Năm 1793, có một vài nguyên nhân – các ngân hàng trong nước, kênh đào, Thời kỳ Khủng bố – đã thúc đẩy các dòng tiền vào nước Anh, cũng như các vụ mùa thất thu. Năm 1799, có một nguyên nhân, đó là việc siết chặt và nói lỏng lực lượng phong tỏa. Mặt khác, cuộc khủng hoảng năm 1809 - 1810 có “hai nguyên nhân riêng biệt: phản ứng từ hoạt động đầu cơ ở Nam Mỹ; nói lỏng và sau đó siết chặt việc phong tỏa lục địa”. Năm 1815-1816, một tiếng vang lớn hậu chiến tranh về việc xuất khẩu sang châu Âu và Mỹ đã vượt qua mọi triển vọng về doanh số, cộng với việc giá lúa mì giảm. Kênh đào, trái phiếu chính phủ Nam Mỹ và than được liên hợp vào năm 1825; hoạt động xuất khẩu của Anh, doanh số bông và bất động sản ở Mỹ, sự xuất hiện cơn điên loạn về đường sắt cũng góp phần gây nên cuộc khủng hoảng giữa thập niên 1830. Cuộc khủng hoảng năm 1847 bắt nguồn từ cơn điên loạn về đường sắt, lúa mì thất thu, khoai tây bị dịch bệnh và tiếp đó là một vụ mùa bội thu, diễn ra sau cuộc cách mạng ở châu Âu.

Hầu hết các cuộc khủng hoảng lớn đầu tiên tại hai mục tiêu đầu cơ, hay ít nhất là hai thị trường. Chỉ khi thị trường nội địa được kết nối, thì hiện tượng đầu cơ chắc chắn cũng sẽ kết nối nhờ có các điều khoản ưu đãi tín dụng. Nhưng đối với một cuộc khủng hoảng, giống như cuộc khủng hoảng năm 1847, bắt nguồn từ các mục tiêu khác nhau như đường sắt và lúa mì, có một vài gợi ý cơ bản rằng khủng hoảng diễn ra ngẫu nhiên, trừ phi sự yếu kém trong hệ thống tiền tệ là có hệ thống.

Tại Nhật Bản và các quốc gia châu Á, bong bóng bất động sản và cổ phiếu nói chung diễn ra song hành với nhau. Tại một số quốc gia, đặc biệt là các quốc gia nhỏ, giá trị thị trường của các công ty bất động sản có giá cổ phiếu trên thị trường tương đối cao trong một nhóm các loại cổ phiếu. Các nhà đầu tư bán cổ phiếu bất động sản để có đủ tiền đầu tư và chắc chắn họ đầu tư gần hết số tiền mình có vào cổ phiếu của các doanh nghiệp không liên quan đến bất động sản. Hơn nữa, khi giá bất động sản tăng, ngành xây dựng chắc chắn sẽ bùng nổ và giá trị thị trường của các công ty xây dựng sẽ tăng. Lỗ từ các khoản vay ngân hàng chắc chắn thấp hơn mức thông thường vào thời điểm giá bất động sản tăng. Và tất nhiên đó là mối quan hệ cộng sinh đối xứng; khi giá bất động sản giảm, giá cổ phiếu chắc chắn giảm theo.

Sự khác biệt về đặc tính đầu cơ tại các quốc gia khác nhau

Có ý kiến cho rằng nhà đầu tư ở một số quốc gia có thể sẽ đầu cơ nhiều hơn so với một số nhà đầu tư ở các quốc gia khác. Mặc dù Ruth Benedict đã chỉ ra sự khác nhau giữa các nền văn hóa thể hiện ở hai yếu tố là Apollonian (sự cân bằng) và Dionysian (sự điên cuồng), nhưng nhận định đó còn mơ hồ. Và mặc dù điều này có vẻ bất hợp lý, các nhà sử học có chung ý kiến là ở thế kỷ XVI, người Hà Lan mang tính cách của những con bạc liều lĩnh, hàng chục nghìn người di cư tới Hà Lan sau vụ phá sản của Antwerp vào tháng 11/1576 và giai đoạn bao vây tàn phá năm 1585 cũng bị cuốn đi. Ở Hà Lan, bản tính liều lĩnh của các chủ ngân hàng, nhà đầu tư, thậm chí cả nông dân, có sức ép lớn. Nhưng có lẽ cần phải chú ý đến một yếu tố là các tổ chức ngân hàng cũng đóng vai trò thúc đẩy hiện tượng đầu cơ ở nước này hơn so với nước khác. Chẳng hạn, Juglar nhận định rằng các cuộc khủng hoảng ở Pháp vào thế kỷ XVIII không bất ngờ và dữ dội như ở Anh vì (sau vụ của John Law) ngân tiền tín dụng ở Pháp không được sử dụng đến. Một quan điểm khác lại cho rằng chính điều luật phá sản khắc nghiệt đã gây nên tình trạng tị tị này ở Pháp:

Cho dù là nhờ các bộ luật và các tổ chức được thiết lập, hay do truyền thống từ trước đến nay, độ trung thực của các hoạt động kinh doanh tại Pháp rất cao. Hành động của những người con trai lao động cực nhọc để kiếm tiền trả nợ cho cha mình, hay hành động của những công chứng viên

trả các khoản tiền mà thành viên trong nhóm của họ đã tham ô, vì lợi ích của những người trong nghề, mặc dù không hề có mối liên hệ cá nhân nào, song đi đầu đó chỉ ra rằng chuẩn mực tuân thủ các nghĩa vụ kinh doanh không thể không ảnh hưởng tới sự phồn vinh của một dân tộc. Những người lính đầy nhiệt huyết trong chiến tranh nên chia sẻ những trải nghiệm cần thiết với các nhà tài chính và doanh nhân – vốn là những con người tiêu biểu của chủ nghĩa bảo thủ trong hoạt động kinh doanh của mình, và đây chính là một trường hợp như vậy.

Tác giả này tiếp tục: “Anh là một đất nước ưa mạo hiểm và đầu cơ, đi đầu đó là nguyên nhân chính tạo nên các cuộc khủng hoảng và suy thoái.”

Một nhà sử học cũng đã đưa ra ý kiến cho rằng khai thác mỏ than và chăn cừu góp phần nuôi dưỡng bản tính của con bạc, còn những người Australia, bắt đầu hành trình tìm kiếm vàng vào năm 1851-1852, đã làm nảy nở bản tính liều lĩnh và đặt cược vào sự may rủi. Cả hai đi đầu này đều được thể hiện rõ qua các cuộc đua ngựa và đầu cơ bất động sản.

Quan điểm chung cho rằng Mỹ là “nơi khởi nguồn của các cơn hoảng loạn về tài chính và thương mại” có lẽ bắt nguồn từ những hoạt động liều lĩnh trong khối ngân hàng của nước này. Vào thập niên 1830, Michel Chevalier đã phát hiện ra đặc tính này và phản ánh sự trái ngược giữa tính cách điềm tĩnh của người Pháp với sự liều lĩnh của người Mỹ (tuy nhiên, ông cho rằng chính sự liều lĩnh của người Mỹ là tác nhân của quá trình xây dựng hàng loạt kênh đào, đường sắt, nhà máy và làng mạc). Từ Mỹ, ông đã gửi lá thư số 25 tới Pháp, thảo luận về hiện tượng đầu cơ: “Tất cả thế giới đều đầu cơ và đầu cơ vào mọi lĩnh vực. Bắt nguồn từ bang Maine đến sông Red River (ở Arkansas), nước Mỹ trở thành khu phố Rue Quincampoix rộng lớn [Phố Wall của Bóng bóng Mississippi].” Một phần lý do nằm ở sự dễ dãi của các thể chế. Tuy nhiên, có thể dễ dàng tìm thấy vô số quan điểm trái ngược bàn luận về các quốc gia khác. “Pháp rất thận trọng và tiết kiệm, Anh dám nghĩ dám làm và mang đặc tính đầu cơ.” “Pháp có vẻ không thận trọng bằng Scotland; sự lo lắng dẫn đến tâm lý dễ bị tổn thương, và bị xáo động về tín dụng.” “Tính cách của quốc gia này [nước Anh] đã đưa mọi thứ vượt quá ngưỡng... đạo đức, thói hư tật xấu.” Sau năm 1866, một kẻ ngạo mạn mới tuyên bố sẽ kiểm soát người Đức, nhưng

họ chỉ vượt trội hơn người Pháp ở “những mảnh khóc lừa bịp trên thị trường chứng khoán và những đợt đầu cơ rừng rợn”. Morgenstern phát hiện có mười cơn hoảng loạn ở Pháp, thậm chí nhiều gấp hai lần so với các cơn hoảng loạn của Mỹ, đi kèm này “không mấy ngạc nhiên, bởi tính bất ổn trong hệ thống chính trị của Pháp”. (Chắc chắn đây là giải pháp khắc phục hiện tượng thay đổi trạng thái chứ không phải là sự đam mê đầu cơ). Tuy nhiên, ngược lại, một nhà tài chính Pháp cho rằng “người Pháp muốn sở hữu các loại tài sản không phải là vì những khả năng ảnh hưởng mà nó mở ra, mà vì nó đảm bảo nguồn thu nhập

Đó là sự khác biệt. Tâm lý đầu cơ tại mỗi quốc gia có thể khác nhau. Trong phạm vi mỗi quốc gia, mức độ đầu cơ có thể cũng thay đổi theo từng thời điểm, tùy thuộc vào tình hình kinh tế khởi sắc hay suy thoái.

Chương 4: CHÂM NGÒI NGỌN LỬA: MỞ RỘNG TÍN DỤNG

Chân lý số một: *Lạm phát phụ thuộc vào mức tăng trưởng tiền tệ.*

Chân lý số hai: *Bong bóng giá tài sản phụ thuộc vào mức tăng trưởng tín dụng.*

Mở rộng tiền tệ và tín dụng là nguyên nhân của các cơn điên loạn về đầu cơ. Hầu hết các quá trình mở rộng tiền tệ và tín dụng không dẫn đến cơn điên loạn; số lần mở rộng tín dụng nhiều hơn số lượng các cơn điên loạn. Tuy nhiên, mỗi cơn điên loạn đều liên hệ chặt chẽ với sự mở rộng tín dụng. Trong khoảng trăm năm trở lại đây, sự mở rộng tín dụng chỉ dành riêng cho các ngân hàng và hệ thống tài chính; trước đó, các tổ chức tín dụng phi ngân hàng đã mở rộng nguồn cung tín dụng. Bong bóng hoa tulip vào thế kỷ XVII xuất phát từ các khoản tín dụng của những người bán củ giống tulip, một hiện tượng mà thế kỷ XVIII gọi là “tài trợ cho người bán”. John Law đã có ngân hàng trung ương Banque Générale, sau có tên là Banque Royale, một nguồn tín dụng của ông; trong khi đó Công ty South Sea dựa vào Ngân hàng Sword Blade. Năm 1763, Wisselruiti, hay chuỗi các tín phiếu khổng lồ, đã tài trợ cho việc mở rộng tín dụng ở Hà Lan. Cơn điên loạn về kênh đào năm 1793 ở Anh được châm ngòi từ các khoản vay của các ngân hàng mới thành lập tại các quốc gia nhằm phục vụ cho hoạt động xây dựng kênh đào.

Trong nhiều trường hợp, mở rộng tín dụng bắt nguồn từ việc thay thế các loại tiền cũ bằng các loại tiền mới. Ở Mỹ, vào những năm đầu thế kỷ XIX, mở rộng tín dụng bắt nguồn từ việc thay thế hối phiếu bằng bạc trong các hoạt động giao thương giữa ba nước Mỹ, Trung Quốc và Anh. Mỹ có khoản thâm hụt thương mại song phương với Trung Quốc và Trung Quốc có khoản thâm hụt thương mại song phương với Anh. Trước đó, Mỹ đã mua bạc từ Mexico, sau đó chuyển đến Trung Quốc để tài trợ cho khoản thâm hụt thương mại của Mỹ; sau đó bạc được chuyển đến Anh để tài trợ cho khoản thâm hụt thương mại của Trung Quốc. Một sáng kiến là các

thương nhân Mỹ gửi hối phiếu bằng đồng bảng Anh sang Trung Quốc để thanh toán cho hàng hóa, và sau đó người Trung Quốc sẽ chuyển chúng sang Anh để tài trợ khoản thâm hụt thương mại của mình. Chi phí giao dịch thanh toán xuyên biên giới sử dụng các hối phiếu thấp hơn so với thanh toán bằng bạc. Kết quả của sáng kiến này là bạc vẫn ở Mỹ và được bổ sung vào nguồn cung tiền của nước này.

Cơn bùng nổ toàn cầu vào thập niên 1850 diễn ra sau khi người ta phát hiện nguồn vàng mới, các ngân hàng mới được thành lập ở Anh, Pháp, Đức và Mỹ, các ngân hàng ở New York và Philadelphia thiết lập các phòng thanh toán bù trừ và các phòng thanh toán bù trừ được mở rộng tại các ngân hàng ở London. Việc mở rộng các phòng thanh toán bù trừ tại các ngân hàng dẫn đến sự gia tăng giao dịch tín dụng giữa các ngân hàng vốn là thành viên của trung tâm thanh toán bù trừ; sự mất cân bằng trong việc thanh toán giữa các ngân hàng này được cân đối nhờ các chứng chỉ về thanh toán bù trừ – một hình thức tiền tệ mới. Sự mở rộng tín dụng ở Anh vào năm 1866 bắt nguồn từ việc các ngân hàng cổ phần chuyên giao dịch bằng hối phiếu vừa thành lập tăng các khoản cho vay. Cơn bùng nổ xảy ra ở châu Âu vào thập niên 1870 bắt nguồn từ việc Pháp thanh toán số vàng bồi thường chiến tranh cho Phổ và việc thành lập các ngân hàng Maklerbanken (các ngân hàng của chuyên viên môi giới) ở Đức, sau đó lan sang Áo, và các ngân hàng Baubanken (các ngân hàng xây dựng) ở Áo, mở rộng sang Đức.

Một trong nhiều con đường dẫn đến sự mở rộng tín dụng ở Pháp năm 1882 là dựa vào hệ thống thanh toán bù trừ trên sổ giao dịch chứng khoán bù trừ – nơi cung cấp tín dụng cho các nhà đầu cơ thông qua hệ thống về thanh toán kéo dài được gọi là reportage. Người mua cổ phiếu có thể hoãn thanh toán trong vòng hai tuần, đi đầu đó nghĩa là họ có được các khoản vay phi lãi suất cho đến ngày phải thanh toán (mặc dù giá trị các khoản vay có thể được phản ánh trên mức giá của cổ phiếu). Tương tự, sự mở rộng tín dụng trên thị trường cho vay không kỳ hạn ở New York giúp thúc đẩy cơn bùng nổ trên thị trường cổ phiếu vào cuối thập niên 1920. Chất xúc tác dẫn đến quá trình mở rộng tín dụng ở Mỹ vào năm 1893 là việc bổ sung đồng bạc vào nguồn cung tiền của Mỹ; năm 1907, các công ty tín thác tăng các khoản cho vay khiến nguồn cung tín dụng tăng. Vào thời điểm trước và

sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, chế độ bản vị vàng phát triển đã thúc đẩy việc tài trợ một lượng lớn các giao dịch thương mại quốc tế với các cổ phiếu hiện tại được tính bằng vàng, chính đi đầu này mở rộng cơ sở tín dụng quốc tế. Tín dụng trả d ần ở Mỹ tăng mạnh vào thập niên 1920 đã thúc đẩy các hãng ô tô ra đời (mặc dù số lượng ô tô và các mặt hàng có thời gian sử dụng lâu dài khác tăng mạnh dẫn đến nhu c ầu thanh toán theo từng đợt tăng mạnh).

Sau Chiến tranh thế giới thứ hai, sự mở rộng các chứng chỉ ti ền gửi có thể chuyển nhượng được (CD) góp phần làm tăng quy mô tín dụng. Các ngân hàng Áo đã phát hành một công cụ tài chính mới tương tự như CD vào thập niên 1870 (còn gọi là Cassenscheine) và trả lãi suất; nhu c ầu đối với các công cụ tài chính này gia tăng dẫn đến tín dụng gia tăng, do vậy số lượng chỉ tiêu ti ền mạnh hay ngu ồn dự trữ cũng tăng. Vào thập niên 1950 và 1960, các ngân hàng lớn ở Mỹ đã đưa ra các quy chế quản lý nợ, nghĩa là các khoản ti ền gửi gia tăng phụ thuộc vào tốc độ tăng các khoản cho vay; dựa vào thực tế quản lý tài sản trước đây rằng các khoản vay tăng phụ thuộc vào mức tăng trưởng các khoản ti ền gửi. Quản lý nợ thúc đẩy các ngân hàng chú trọng hơn vào việc quản lý tăng trưởng các khoản nợ và ti ền gửi.

Một hình thức mở rộng “tín dụng ngân hàng” duy nhất có mặt ở Kuwait giữa năm 1977 và 1982 khi cổ phiếu và bất động sản được mua và bán trên sở giao dịch Kuwaiti Souk al-Manakh với các tấm thẻ đ ồng ngày; cuối cùng, giá trị của các tấm thẻ được lưu thông lên tới hàng tỷ đ ồng đ ịnh – xấp xỉ 100 tỷ đô-la Mỹ ở mức đỉnh. Giá trị mà những người mua cổ phiếu và bất động sản viết vào các tấm thẻ này lớn hơn nhi ều so với các khoản ti ền gửi ngân hàng. Khi họ giàu có hơn, những người bán cổ phiếu và bất động sản chỉ tiêu nhi ều hơn; họ hy vọng sẽ có ti ền trong tài khoản ngân hàng khi các tấm thẻ này đáo hạn. Tháng 7/1982, một số người bán cổ phiếu cố gắng thu thập các tấm thẻ vào ngày đáo hạn; chúng bị thải h ồi.

Từ những ví dụ này, chúng ta thấy rằng sự mở rộng tín dụng không phải là một chuỗi các sự kiện ngẫu nhiên, nhưng thay vì là sự phát triển theo hệ thống đã t ồn tại hàng trăm năm nay, những người tham gia thị trường tài chính đang tìm cách giảm chi phí giao dịch và chi phí nắm giữ các khoản

nợ, lẫn số dư tiền mặt. Mỗi sự kiện này dường như tình cờ việc thay thế hình thức thanh toán hối phiếu bằng bạc đối với Trung Quốc, hay tăng các khoản tiền gửi tại thị trường tiền tệ châu Âu vì mức trần ngăn cản việc các ngân hàng Mỹ tăng tỷ lệ lãi suất cho các khoản tiền gửi ở New York, Chicago và Los Angeles. Việc các hình thức mới phát triển nhằm thay thế cho hình thức thanh toán cũ dường như diễn ra định kỳ dựa trên sự thay đổi của thể chế, song quy trình thì vẫn tiếp diễn. Mở rộng tiền tệ mang tính hệ thống và nội sinh chứ không phải mang tính ngẫu nhiên và ngoại sinh.

Trong thời kỳ bùng nổ kinh tế, tiền được định nghĩa là một phương thức thanh toán và phương thức này đã được mở rộng không ngừng, đồng thời nguồn cung tiền hiện tại được sử dụng hiệu quả hơn trong việc tài trợ cho sự tăng trưởng các hoạt động kinh tế, mua bất động sản, cổ phiếu và hàng hóa nhằm kiếm lời. Những nỗ lực của các ngân hàng trung ương nhằm hạn chế và kiểm soát sự tăng trưởng của nguồn cung tiền đã được khởi động một phần thông qua sự phát triển các hình thức thay thế mới và rất gần với tiền. Những nỗ lực đó có một quá trình lịch sử lâu dài, bao gồm việc khôi phục hình thức thanh toán bằng tiền đồng và trở lại với tính chuyển đổi đồng nội tệ thành vàng sau khi kết thúc chiến tranh. Việc hủy bỏ các đồng tiền kim loại có giá trị nhỏ hơn – ban đầu là đồng được thay thế bằng bạc và sau đó vai trò tiền tệ của bạc bị lu mờ bởi vàng – là một nỗ lực nhằm đạt đến sự kiểm soát chặt chẽ hơn nữa về nguồn cung tiền. Các ngân hàng trung ương mong muốn độc quyền về phát hành tiền, đi đầu này đã hạn chế và sau đó là xóa bỏ quyền của các ngân hàng tư nhân, ngân hàng trong nước và ngân hàng cổ phần trong việc phát hành các loại tiền. Các quy định pháp luật và thói quen giới hạn lượng tiền gửi được đưa ra nhằm dự phòng cho các quy định về tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại các ngân hàng, bắt đầu ngay sau Đạo luật Ngân hàng năm 1844 và tiếp tục thông qua các quy định về tỷ lệ dự trữ bắt buộc của Hệ thống Dự trữ Liên bang đối với các khoản vay có kỳ hạn và không kỳ hạn (được thể hiện qua Đạo luật Dự trữ Liên bang năm 1913), sau đó là chứng chỉ tiền gửi và các khoản mà ngân hàng của Mỹ vay từ các chi nhánh của họ tại các trung tâm tài chính ở nước ngoài, như London, Zurich và Luxembourg. Quy trình này rất gian nan; lịch sử tiền tệ là câu chuyện về những cải cách được phát triển liên tục, do vậy nguồn cung tiền hiện tại có thể được sử dụng hiệu quả hơn và sự phát triển các hình thức thay thế cho loại tiền cũ đã phá vỡ các quy định về tiền

tệ. Thị trường tiền gửi châu Âu nổi lên vào thập niên 1960 như một đường vòng lách luật liên quan đến các quy định về mức phí do Cục Dự trữ và Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang ban hành, áp dụng cho các ngân hàng ở Mỹ; các khoản tiền gửi bằng đô-la Mỹ tại các chi nhánh ngân hàng Mỹ ở London, Luxembourg và Zurich không có trong quy định về tiền lãi suất, các quy định về tỷ lệ dự trữ bắt buộc và phí bảo hiểm tiền gửi. Các hãng môi giới chứng khoán ở Mỹ đã phát triển các quỹ thị trường tiền tệ vào thập niên 1970 và trả lãi cho các khoản tiền gửi tại các quỹ này (các khoản tiền gửi không được bảo lãnh bởi bất cứ một cơ quan trực thuộc chính phủ nào của Mỹ).

Trường phái tiền tệ và trường phái ngân hàng

Một phần trong lịch sử của lý thuyết tiền tệ là các cuộc tranh cãi không ngừng giữa hai quan điểm khác nhau – trường phái tiền tệ và trường phái ngân hàng – về phương thức quản lý mức tăng trưởng của nguồn cung tiền. Trường phái tiền tệ ủng hộ quan điểm rằng cần hạn chế việc mở rộng nguồn cung tiền tại các doanh nghiệp để tránh lạm phát. Trường phái ngân hàng ủng hộ quan điểm rằng việc tăng nguồn cung tiền không dẫn tới lạm phát, với điều kiện là sự gia tăng này phải liên quan đến các giao dịch trong kinh doanh. Vào thập niên 1890, ở Mỹ, các phân tích về kinh tế đã tách biệt với trường phái tiền cứng, vốn tập trung vào vấn đề lạm phát, bắt nguồn từ những người theo chủ nghĩa dân túy những người không tin rằng nguồn cung tiền tăng sẽ dẫn tới giá cả tăng, khi mà mức tăng này liên quan đến sự gia tăng các hoạt động kinh tế. Cuộc tranh cãi giữa hai quan điểm quản lý nguồn cung tiền kéo dài ít nhất là ba thế kỷ.

Trường phái tiền tệ muốn áp dụng một nguyên tắc đơn giản là cố định tỷ lệ tăng trưởng của nguồn cung tiền với tỷ lệ 2, 4 hay 5%, giống với quan điểm của các nhà kinh tế ngày nay. Các luận điểm mà Viner đưa ra trong các cuộc tranh cãi vào thế kỷ XIX rất súc tích:

Trường phái tiền tệ cũng có ý định giảm đến mức thấp nhất hay loại bỏ tầm quan trọng của tín dụng ngân hàng ở các hình thức khác, ngoài tiền giấy, trong việc tạo ra những ảnh hưởng về giá, hay như trong trường hợp của ngân hàng Torrens, tuyên bố rằng sự dao động của các khoản tiền gửi

được giám sát chặt chẽ cùng với quy chế phát hành tiền giấy. Họ cũng khao khát tìm ra một quy tắc tự động đơn giản, và họ nhận ra rằng các nghiệp vụ tín dụng nói chung của ngân hàng này là không phù hợp.

Cả trường phái tiền tệ và trường phái ngân hàng đều chú ý tới sự mở rộng tín dụng phi ngân hàng. Ngân hàng Amsterdam, thành lập năm 1609, là ngân hàng chuyển khoản phát hành tiền giấy cho các khoản tiền gửi bằng kim loại quý; loại tiền giấy này là các hóa đơn và số tiền còn lại trên các tờ giấy bạc này quy về các khoản tiền kim loại trên cơ sở một - một. Ban đầu Ngân hàng Amsterdam không mở rộng tín dụng; sau đó, vào thế kỷ XVIII, ngân hàng mở rộng các khoản cho vay với nỗ lực cứu nguy cho Công ty Đông Ấn Hà Lan trong Chiến tranh Anh - Hà Lan lần thứ tư. Ngân hàng Amsterdam được gọi là Wisselbank – nơi mà các hối phiếu (Wissel ở Hà Lan, Wechsel ở Đức) được thanh toán. Các thương nhân gửi tiền tại Ngân hàng Amsterdam để thanh toán các hóa đơn. Các khoản tiền gửi bằng kim loại quý giúp Ngân hàng Amsterdam thu lợi nhuận từ hoạt động đúc tiền, do vậy nó có thể trả lãi suất thấp cho các khoản tiền gửi. Năm 1614, chính quyền thành phố Amsterdam thành lập ngân hàng cho vay Bank of Lending (Huys van Leening); ngân hàng này cho phép các thương nhân thành lập các khoản tín dụng riêng một cách hiệu quả, song đây không phải là một tổ chức cho vay tích cực. Các khoản tín dụng từ các thương nhân này dẫn đến sự mở rộng quá mức của Wisselbank; khi chuỗi hối phiếu bị sứt giá vào năm 1763 do một trong số các thương nhân này không có tiền trả cho các hóa đơn đến kỳ hạn thanh toán, ngân hàng DeNeufville sụp đổ.

Ngân hàng Trung ương Thụy Điển Riskbank, thành lập năm 1668, có hai bộ phận, một là Ngân hàng Giao dịch mang các đặc tính của Ngân hàng Amsterdam (Wisselbank) và Ngân hàng Cho vay (Liinebank). Hai bộ phận này là “điền báo” về sự ra đời của Đạo luật Ngân hàng năm 1844 ở Anh, là sự thỏa hiệp giữa hai trường phái; phòng phát hành sẽ cấp giấy bạc ngân hàng cho các khoản tiền gửi bằng kim loại hay bằng vàng bạc, hơn nữa điều này còn liên quan đến một vấn đề tín dụng cụ thể là Ngân hàng Anh đã nắm giữ các khoản nợ của chính phủ Anh; phòng nghiệp vụ ngân hàng sẽ cung cấp các khoản cho vay và chiết khấu với vô số các khoản dự trữ bằng giấy bạc do phòng phát hành cấp. Phòng phát hành ra đời là một chiến thắng của trường phái tiền tệ, trường phái này đã chỉ trích việc Ngân

hàng Anh cấp các khoản cho vay và phát hành giấy bạc ngân hàng sau khi tạm ngừng chế độ bản vị vàng năm 1797. (Ngân hàng Anh đưa ra luận điểm giải thích cho thực tế này là tỷ lệ lạm phát không tăng khi các khoản vay được sử dụng để tài trợ thương mại). Phòng nghiệp vụ ngân hàng ra đời là một chiến thắng của trường phái ngân hàng và những người cho rằng sự mở rộng tín dụng sẽ tài trợ cho những biến động thất thường ban đầu trong giai đoạn đầu của thời kỳ khôi phục kinh tế.

Quan điểm của trường phái tiền tệ cho rằng sự mở rộng tín dụng dựa trên các cơ hội kinh doanh hấp dẫn cuối cùng sẽ dẫn tới lạm phát là điều hoàn toàn đúng. Quan điểm của trường phái ngân hàng cho rằng tăng nguồn cung tín dụng là cần thiết trong giai đoạn đầu của thời kỳ mở rộng kinh tế cũng hoàn toàn đúng. Theo trường phái tiền tệ, quy định chiết khấu trong các giao dịch thương mại được gọi là “học thuyết tiền thật”. Các cơ hội kinh doanh lớn càng nhiều, quy mô chiết khấu càng rộng, nguồn cung tiền càng lớn và cuối cùng, tỷ lệ lạm phát càng cao. Vấn đề trọng tâm liên quan đến chính sách, khi quá trình mở rộng tín dụng bắt đầu, là liệu có thực tế không khi quy định một điểm dừng và liệu có quy tắc tự động nào có thể quyết định giới hạn này không.

Vấn đề cốt lõi là định nghĩa tiền dễ hơn so với việc đo mức hiệu quả của nguồn cung tiền. Walter Bagehot viết: “Các thương nhân ở Anh không... thích các vấn đề phát sinh từ tiền tệ. Họ bối rối khi đưa ra định nghĩa chính xác thế nào là tiền; họ biết cách đếm, nhưng họ không biết mình đếm cái gì.”

Một sự kiện mang tính lịch sử là mỗi lần các nhà chức trách trong lĩnh vực tiền tệ bình ổn hay kiểm soát số lượng tiền tệ, M, hoặc là khối lượng tuyệt đối hay theo tỷ lệ tăng trưởng được xác định từ trước, càng có nhiều tiền và các hình thức thay thế cho tiền sẽ được tạo ra trong những thời kỳ phồn thịnh. Nếu định nghĩa về tiền được quy về chứng khoán có tính thanh khoản thì tình trạng phồn thịnh này có thể dẫn đến “quá trình tiền tệ hóa” của tín dụng theo phương thức vượt ra ngoài định nghĩa; tốc độ luân chuyển của tiền (tốc độ được định nghĩa là tổng chi phí hay thu nhập quốc dân chia cho nguồn cung tiền) sẽ tăng ngay cả khi số tiền được định nghĩa theo phương thức truyền thống không thay đổi. Vấn đề gây tranh luận là liệu

tiền có nên được định nghĩa như $M-1$, cộng với tiền gửi không kỳ hạn được điều chỉnh; $M2$, bằng $M1$ cộng với tiền gửi có kỳ hạn; $M3$, bao gồm $M2$ cộng với chứng khoán chính phủ có tính thanh khoản cao; hay một luận điểm nào đó.

Quy trình dường như vô tận; cố định $M1$ và trong các cơn bùng nổ kinh tế, thị trường sẽ tạo ra các hình thức tiền và hình thức thay thế cho tiền để xoay quanh giới hạn.

Năm 1959, Ủy ban Radcliffe của Anh khẳng định rằng trong nền kinh tế phát triển, có “một số lượng lớn các tổ chức tài chính không thể xác định được” và “nhiều tài sản có tính thanh khoản cao là các hình thức thay thế cho tiền, nắm giữ thì tốt, và chỉ giảm giá vào thời điểm thanh toán thực”. Ủy ban Radcliffe không sử dụng khái niệm tốc độ tiền tệ vì “không thể tìm thấy bất kỳ lý do nào để có thể ủng hộ cho giả định này, hay bất kỳ thực tế nào trong lịch sử tiền tệ chỉ ra rằng có hạn mức nào đó đối với tốc độ lưu thông”. Ủy ban này thật sự quan tâm đến giả định rằng một mô hình phức tạp các phương thức kiểm soát các tổ chức tài chính sẽ được ra đời thay thế cho phương thức kiểm soát nguồn cung tiền mang tính truyền thống: “Triển vọng như vậy không được chào đón, ngoại trừ đó là giải pháp cuối cùng, không phải vì gánh nặng hành chính, mà vì sự tăng trưởng mạnh mẽ của các tổ chức tài chính mới sẽ khiến các hoạt động tiền tệ nằm ngoài sự kiểm soát chặt chẽ của các nhà chức trách.”

Trong hai thế kỷ qua, các nhà kinh tế cũng cân nhắc một số quan điểm cần đưa vào “khái niệm tiền tệ”. Một quan điểm cho rằng định nghĩa phù hợp nhất sẽ mang lại mối tương quan lớn nhất đối với những thay đổi trong hoạt động kinh tế. Sự đo lường mức hiệu quả của các hoạt động kinh tế là tương đối rõ ràng. Việc xác định các biến số tiền tệ có mối tương quan lớn nhất đối với các biến số trong hoạt động kinh tế có thể thay đổi qua thời gian và khác với các quốc gia khác. Theo cách nói thông thường, đồng tiền của ngân hàng có nghĩa là giấy bạc ngân hàng trong lưu thông – “tiền giấy”. Nhưng, dường như một số tác giả đưa vào cùng một tiêu đề, séc và giấy nợ, nếu không thì cũng là các khoản vay và khoản tiền gửi.

John Stuart Mill đã tóm tắt ngắn gọn các ý kiến tranh cãi như sau:

Sức mua của mỗi cá nhân trong bất kỳ thời điểm nào cũng không thể được đo bằng số tiền họ có trong túi, cho dù đó là tiền kim loại hay giấy bạc ngân hàng. Đầu tiên, nó bao gồm các khoản tiền mà cá nhân đó sở hữu; thứ hai là các khoản tiền ở ngân hàng, cùng tất cả các khoản tiền khác mà anh ta được hưởng và phải trả theo yêu cầu; thứ ba là bất cứ khoản tín dụng nào mà anh ta sở hữu.

Một nỗ lực kiên trì đã được công nhận trong việc hoàn thiện khái niệm số lượng tiền tệ, bao gồm tổng của tất cả các khoản tín dụng và nợ. Cách tiếp cận này khác hẳn với việc đưa ra định nghĩa chính xác về tiền, mặc dù có thể dẫn tới những vũng nước lầy lội, khi xuất hiện nhu cầu cần phải phân loại hạng mục tín dụng nào nên được đưa vào hay không. Tuy nhiên, theo Mill, về lý thuyết, các nhà phân tích muốn biết, rằng các hộ gia đình, doanh nghiệp hay chính phủ có thể đi đâu khiến được hạng mục tín dụng nào đó vào thời điểm xác định, và hầu như số lượng chắc chắn sẽ khác nhau vì cách tiếp cận tín dụng phụ thuộc vào việc thỏa mãn các điều kiện nhất định, vậy nên tốt hơn hết, các hộ gia đình và doanh nghiệp nên thỏa mãn các điều kiện này trong những giai đoạn phồn thịnh. Các ngân hàng và tổ chức cho vay khác thường xuyên mở rộng các hạn mức tín dụng cho các doanh nghiệp và hộ gia đình vay, tuy nhiên, số lượng tín dụng theo các hạn mức ở mỗi thời điểm đòi hỏi người đi vay phải đáp ứng những tiêu chuẩn nhất định.

Hãy nhớ lại tốc độ tăng trưởng chóng mặt của các khoản tiền gửi bằng đồng đô-la Mỹ ở London và các trung tâm ngân hàng ở nước ngoài vào thập niên 1960, 1970 và 1980 là kết quả của việc tỷ lệ lãi suất của các khoản tiền gửi này tăng so với tỷ lệ lãi suất của các khoản tiền gửi tại các ngân hàng ở Mỹ, mà các ngân hàng này phải tuân thủ các quy định về mức trần. Các ngân hàng bán các khoản tiền gửi tại các trung tâm ngân hàng ở nước ngoài, rồi sử dụng nguồn tiền này (tính theo đô-la Mỹ) cho các doanh nghiệp Mỹ vay, song cũng có thể một trong số các văn phòng ở Mỹ đã cho vay rồi. Các doanh nghiệp vay tiền (tính theo đô-la Mỹ) từ các ngân hàng ở nước ngoài đóng tại London chắc chắn sẽ chi tiêu các khoản tiền này tại Mỹ giống như thể họ vay khoản tiền tính theo đô-la Mỹ ở New York, Chicago hay Los Angeles. Vậy liệu các khoản tiền gửi tính theo đô-la Mỹ

tại London và các trung tâm ngân hàng ở nước ngoài có được tính vào nguồn cung tiền của Mỹ hay không?

Hạn mức tín dụng dựa vào giá trị nhà là một cải cách tài chính diễn ra gần đây; các ngân hàng và tổ chức cho vay khác cho các chủ sở hữu nhà vay một khoản tương đương với giá trị của căn nhà, trong một số trường hợp, khoản tiền đó có thể lớn hơn giá trị căn nhà. (Vào thời kỳ đầu, các khoản vay sử dụng nhà làm tài sản thế chấp được gọi là thế chấp thứ cấp; hạn mức tín dụng dựa vào giá trị nhà thể hiện số tiền có thể vay cho đến khi các chủ sở hữu nhà rút đến hạn mức, trong khi thế chấp thứ cấp là một khoản vay thực). Tính sẵn có của hạn mức tín dụng dựa vào giá trị nhà có nghĩa là các chủ sở hữu nhà giảm bớt việc nắm giữ tiền mặt và các hình thức tương tự, do vậy nó dẫn đến tăng chi tiêu với cùng một nguồn cung tiền. Như vậy, sự phát triển hạn mức tín dụng dựa vào giá trị nhà cho phép các hộ gia đình tham gia quá trình quản lý nợ mà các ngân hàng đã thực hiện từ 30-40 năm trở lại đây.

Sức mua của mỗi cá nhân không thể dễ dàng suy đoán tại mỗi quốc gia vì việc tăng lượng tín dụng cho một cá nhân có thể là lấy hoặc không lấy từ các khoản tín dụng sẵn có của những người khác, phụ thuộc vào các thể chế ngân hàng và sự lan truyền tâm lý phồn phơ.

Một nhà tiểu thuyết đã viết về tín dụng như sau:

Tín dụng mới tuyệt làm sao! Quỹ tài trợ dành cho xã hội hiện đại. Ai nói rằng đây không phải thời kỳ của sự tin tưởng lẫn nhau, của sự tin cậy tuyệt đối vào lời hứa của con người? Đó là một điều kiện khác thường trong xã hội hiện đại, mọi người dân trong xã hội đều nhận ra các quan điểm và ý nghĩa của những giai thoại xuất hiện trên các tờ báo quen thuộc, hướng đến các nhà đầu cơ bất động sản và than vãn những câu nói kiêu như: “Hai năm trước tôi không có lấy một xu, và bây giờ tôi có tới 2 triệu đô-la.”

Cơ sở cho sự khái quát hóa này là sự phát triển mang tính lịch sử của các hình thức thay thế cho tiền dẫn đến việc tăng các khoản tín dụng và tổng chi tiêu. Hãy chỉ xem xét đến các hối phiếu, tiền sẵn sàng cho sử dụng và chế độ bản vị vàng trong một danh sách gồm có giấy bạc ngân hàng, tiền

gửi ngân hàng, chứng chỉ của phòng thanh toán bù trừ, các khoản nợ của các ngân hàng đặc thù (ví dụ: banques d'affaires, Maklerbanken hay Baubanken), các khoản nợ của các công ty tín thác, các chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng được, khoản tiền gửi trên thị trường châu Âu, tín dụng trả dần, thẻ tín dụng và tài khoản từ Tổ chức Phụ nữ Quốc gia (National Organization for Women – NOW).

Chất lượng của khoản vay

Các tổ chức xếp hạng tín dụng được thành lập để xếp hạng chất lượng khoản vay của mỗi cá nhân – các doanh nghiệp, chính phủ, thậm chí các hộ gia đình. Minsky đã sử dụng nguyên tắc phân loại ba hoạt động tài chính để phân loại khoản vay doanh nghiệp dựa trên mối quan hệ giữa các dòng tiền vào từ các hoạt động kinh doanh và các dòng tiền ra thanh toán cho các khoản vay. “Tài chính dự phòng” xảy ra khi số tiền từ hoạt động kinh doanh lớn hơn số tiền cần thiết để chi trả các khoản vay. “Tài chính đầu cơ” xảy ra khi số tiền từ các hoạt động kinh doanh đủ trả lãi cho các khoản vay theo đúng kỳ hạn; tuy nhiên, các doanh nghiệp cần vay thêm một số tiền để thanh toán một số hay tất cả các khoản gốc khi đến ngày thanh toán. “Tài chính Ponzi” xảy ra khi số tiền từ các hoạt động kinh doanh không đủ lớn để thanh toán các khoản lãi khi đến ngày thanh toán. Các doanh nghiệp theo mô hình tài chính Ponzi hoặc cần phải vay tiền để trả một số hay tất cả các khoản lãi, hoặc cần có các khoản lợi nhuận từ tài sản để có tiền trả lãi. (Điểm khác biệt này giữa tài chính Ponzi và tài chính đầu cơ có thể so sánh với hình thức được sử dụng trong tài chính công “cán cân tài chính chính yếu” đề cập mối quan hệ giữa chính sách thuế của chính phủ, các hóa đơn khác và tổng các khoản thanh toán chưa kể khoản trả cho lãi suất. Một chính phủ có thâm hụt tài chính lớn cần vay nhiều hơn số lượng cần thiết để thanh toán các khoản lãi theo kỳ hạn).

Minsky nhấn mạnh vào “chất lượng” của khoản vay để đánh giá tính mỏng manh của cấu trúc tín dụng; thuật ngữ “đầu cơ” và “Ponzi” nêu bật tính mỏng manh này. “Tài chính Ponzi” nghĩa là doanh nghiệp có thể không có các khoản vay kịp thời trừ phi có một “phép màu”. Các khoản vay được sử dụng cho các danh mục đầu tư rủi ro và mạo hiểm rõ ràng là không ổn định.

Mô hình được trình bày trong chương trước nhấn mạnh rằng trong thời kỳ phồn thịnh của nền kinh tế, số lượng khoản vay tăng do các tổ chức cho vay và nhà đầu tư ít cảnh giác với rủi ro hơn, họ sẵn sàng cung cấp các khoản vay mà trước đó được đánh giá là có độ rủi ro cao. Trong giai đoạn nền kinh tế suy thoái, doanh thu của các doanh nghiệp thấp hơn so với dự đoán của họ, kết quả là một số doanh nghiệp trước đây thuộc nhóm tài chính dự phòng nay chuyển sang nhóm tài chính đầu cơ, trong khi một số doanh nghiệp khác từng trong nhóm tài chính đầu cơ giờ đây chuyển sang nhóm tài chính Ponzi.

NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ DREXEL BURNHAM LAMBERT, NHÀ TÀI CHÍNH MICHAEL MILKEN VÀ “CÁC TRÁI PHIẾU RỦI RO CAO”

Một trong những cải cách tài chính vĩ đại trong thập niên 1980 là sự phát triển của thị trường “trái phiếu rủi ro cao” – trái phiếu của các doanh nghiệp không được các tổ chức xếp hạng tín dụng lớn xếp hạng. Tỷ lệ lãi suất của các trái phiếu này thường cao hơn 3-4% điểm so với tỷ lệ lãi suất của các trái phiếu được xếp hạng trong các “điểm đầu tư”. Nhiều trong số này từng là “những thiên thần gây cánh” – được các doanh nghiệp phát hành khi tình hình kinh tế thuận lợi hơn, do vậy chúng được xếp hạng. Một loạt rủi ro xảy ra dẫn đến thứ bậc xếp hạng bị giảm xuống và cuối cùng có điểm đầu tư thấp nhất, thêm một rủi ro nữa xuất hiện và các tổ chức xếp hạng sẽ đưa doanh nghiệp nằm vào điểm không thể đầu tư hay xếp hạng đầu cơ.

Các nhà chức trách đã cấm một số lượng lớn các tổ chức tài chính hoạt động do việc nắm giữ các trái phiếu thấp hơn điểm đầu tư, và khi bước qua ngưỡng cửa này, các ngân hàng và công ty bảo hiểm sẽ bán trái phiếu, do đó tỷ lệ lãi suất của trái phiếu sẽ tăng mạnh.

Doanh số lên đến mức đỉnh khi những người mua trái phiếu rủi ro cao – danh mục các trái phiếu này đã được đa dạng hóa – có một “bữa ăn miễn phí” vì thu nhập gia tăng từ lãi quá đủ để bù đắp các khoản lỗ khi một hay một vài trái phiếu này bị đổ bể trong trường hợp người đi vay bị phá sản.

Cải cách trong thập niên 1970 và 1980 là Drexel Burnham Lambert, sau đó trở thành một ngân hàng đầu tư cấp hai, bắt đầu phát hành trái phiếu rủi ro cao, được biết đến trong những chu kỳ tích cực hơn khi trái phiếu sinh lời cao; Michael Milken là người đưa ra cải cách này. Các doanh nghiệp phát hành trái phiếu có khả năng sinh lời cao được xếp hạng tín dụng quá thấp đến nỗi các nhà đầu tư chỉ mua khi tỷ lệ lãi suất cao. Nhiều doanh nghiệp phát hành trái phiếu để có tiền tài trợ cho đòn bẩy vay nợ; thông thường các nhà quản lý cấp cao của các doanh nghiệp tìm mua tất cả các cổ phiếu được giao dịch đại chúng. Hoặc Doanh nghiệp A phát hành trái phiếu có độ rủi ro cao để có tiền mua lại Doanh nghiệp B trước khi Doanh nghiệp B có đủ tiền mua Doanh nghiệp A.

Các trái phiếu này không được xếp hạng bởi các tổ chức xếp hạng, vậy nên tỷ lệ lãi suất mà người đi vay trả cho các trái phiếu này thông thường cao hơn 3-4% điểm so với tỷ lệ lãi suất của các trái phiếu thuộc điểm đầu tư đã được xếp hạng bởi các tổ chức xếp hạng.

Điều gây tranh cãi là liệu một số nghiệp vụ bao tiêu của Milken có bất hợp pháp hay vô nguyên tắc hay không. Những lời chỉ trích nhẹ nhàng cho rằng nhiều doanh nghiệp mua trái phiếu rủi ro cao là các hiệp hội cho vay và tiết kiệm, các tổ chức tiết kiệm khác và các công ty bảo hiểm; các nhà quản lý và chủ sở hữu các doanh nghiệp đã coi ngân hàng Drexel Burnham Lambert như một đơn vị bao tiêu để huy động vốn, do vậy họ có thể mua quyền sở hữu và kiểm soát. Các tổ chức tiết kiệm bán các khoản tiền gửi nhờ sự bảo lãnh của chính phủ Mỹ, họ đưa ra tỷ lệ lãi suất cao cho các khoản tiền gửi và sau đó sử dụng số tiền có được từ việc bán các khoản tiền gửi để mua trái phiếu rủi ro cao mà nhà tài chính Milken và ngân hàng đầu tư Drexel Burnham Lambert đã bao tiêu. Khoảng một nửa các doanh nghiệp phát hành trái phiếu rủi ro cao qua ngân hàng Drexel Burnham Lambert đã phá sản, kết quả là các tổ chức tiết kiệm đã gánh chịu những khoản lỗ lớn; nhiều tổ chức trong số này, do đã cung cấp cho thị trường các trái phiếu sinh lời cao, rơi vào cảnh phá sản với những khoản lỗ lớn bị đổ vào đầu những người nộp thuế ở Mỹ. Nhưng tất cả điều đó đều hợp pháp.

Năm 1988, chuỗi cửa hàng thuốc Revco D.S, Inc. phá sản vì không có khả năng trả lãi cho khoản vay trị giá 1,3 tỷ đô-la Mỹ để tài trợ cho việc mua lại doanh nghiệp vào năm 1987. Vào thập niên 1980, câu chuyện về trái phiếu rủi ro cao đã qua đi, hơn một nửa trái phiếu được bao tiêu bởi ngân hàng Drexel Burnham Lambert đã bị vỡ nợ và những người nắm giữ trái phiếu phải gánh chịu những khoản lỗ đó – và cả những người nộp thuế ở Mỹ – lên tới hàng chục tỷ đô-la.

Trong một cuốn sách, giống như lời tiên đoán, Henry Kaufman đã chỉ trích sự gia tăng các khoản vay – từ tiêu dùng, chính phủ, thế chấp và doanh nghiệp, trong đó có trái phiếu rủi ro cao; Kaufman lập luận rằng chất lượng khoản vay giảm khi số lượng khoản vay tăng. Felix Rohatyn, chủ ngân hàng đầu tư tài năng và là người đứng đầu văn phòng Lazard Frères ở Mỹ, đã gọi nước Mỹ là “sòng bạc các trái phiếu rủi ro cao”.

Tuy nhiên, những người mua trái phiếu rủi ro cao nhận được tỷ lệ lãi suất cao hơn so với trái phiếu thông thường – ít nhất là trong một khoảng thời gian.

Trong thời kỳ nền kinh tế suy thoái vào cuối thập niên 1980 và đầu thập niên 1990, nhiều doanh nghiệp phát hành các trái phiếu rủi ro cao đã phá sản. Một loạt các nghiên cứu mới chỉ ra rằng việc sở hữu các trái phiếu rủi ro cao trung bình lỗ 1/3 số tiền bỏ ra và thu nhập từ lãi suất bổ sung 3-4% điểm/năm không đủ bù đắp cho số lượng các doanh nghiệp bị vỡ nợ.

Một số lượng lớn các vụ sụp đổ của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu rủi ro cao phù hợp với sự phân loại của Minsky: nhiều trái phiếu trong số này được phát hành lần đầu vào thời điểm thuộc nhóm đầu cơ trong thời kỳ kinh tế thuận lợi. Khi nền kinh tế Mỹ suy thoái, các hóa đơn tiền mặt phát hành các trái phiếu này giảm, và các trái phiếu này lại chuyển sang nhóm Ponzi. Một phép màu kinh tế là rất cần thiết để tránh rơi vào vỡ nợ.

Một bữa ăn trưa miễn phí cực kỳ xa xỉ!

Hối phiếu

Hối phiếu là tờ xác nhận các khoản phải thanh toán trong tương lai, do người bán hàng đưa ra; ban đầu hình thức này rất phát triển vì ngu ần cung ti ền kim loại không có độ co dãn; các hóa đơn là một hình thức tài trợ cho người bán. Người bán hàng cung cấp tín dụng cho người mua để thúc đẩy doanh số bán hàng; người mua phải trả lại khoản vay sau 90 hay 120 ngày. Các hối phiếu này thường xuyên được chiết khấu tại các ngân hàng cung cấp cho người bán ti ền mặt dưới hình thức ti ền giấy hay kim loại và, vào thế kỷ XIX là các khoản ti ền gửi ngân hàng. Các hối phiếu thường được sử dụng để thanh toán trực tiếp, giống như các tấm thẻ có ghi ngày. Khi người bán hàng nhận hối phiếu từ người mua, người bán chuyển hối phiếu sang một người khác coi như đó là một hình thức thanh toán. Mỗi người nhận hối phiếu sẽ đề tên của mình vào đó, giống như việc chứng thực tấm séc; có khoảng 5 hay 10 người chuyển nhượng có tên trong hối phiếu. “Hối phiếu giờ đây là ti ền.” Ashton nói rằng thậm chí một số người thuộc danh sách những người chuyển nhượng đang ở trong tình trạng tín dụng đáng nghi ngờ thì hóa đơn sẽ vẫn lưu thông, như thể đó là một giấy bạc ngân hàng. Trong nửa đầu thế kỷ XIX, một số hối phiếu có giá trị thấp khoảng 10 bảng Anh với 50 hay 60 tên người chuyển nhượng ghi trên đó.

Phương thức thanh toán lại khác nhau. Ở Lancashire, mọi người không thích giấy bạc ngân hàng; vào đầu thế kỷ XIX, ti ền kim loại và hối phiếu là các phương thức thanh toán chủ yếu. Vì việc sử dụng hối phiếu để thanh toán ngày càng tăng, giấy bạc ngân hàng được lưu thông tại Ngân hàng Anh giảm khoảng 9 triệu bảng từ 1852-1857, thời kỳ nền kinh tế đang mở rộng. Các khoản ti ền gửi tại năm ngân hàng ở London tăng từ 17,7 triệu bảng lên 40 triệu bảng. Tuy nhiên, số lượng hối phiếu trung bình lưu thông gia tăng trong cùng kỳ từ 66 triệu bảng lên 200 triệu bảng.

Ban đầu, các hối phiếu được cấp thông qua các giao dịch cụ thể và số ti ền trong hối phiếu có thể nhiều hơn hay ít hơn giá trị chính xác của các mặt hàng được mua bán. Kết quả là mối quan hệ giữa doanh số bán hàng và việc cấp hối phiếu đã bị phá vỡ. Năm 1763, ở Thụy Điển, các hối phiếu Carlos và Claes Grill ở Lindegren thuộc London không thể phân biệt được với các đợt hàng được chuyển đi liên tiếp, song được thanh toán khi doanh nghiệp cần ti ền, thông thường là chuyển ti ền cho các chủ nợ. Do vậy, các

tổ chức hay cá nhân nói chung được tách khỏi các giao dịch cụ thể và hối phiếu trở thành “thương phiếu khống”, tấm thẻ có ghi ngày hay giấy nợ.

Một số nhà kinh tế phản đối “thương phiếu khống”, họ cho rằng giá trị của nó thấp hơn so với các hối phiếu thương mại tự thanh toán, do không có sự đảm bảo cho các doanh nghiệp cấp hối phiếu là sẽ có tiền thanh toán cho người nắm hối phiếu vào ngày hối phiếu đáo hạn. Tuy nhiên, trong thời kỳ giá sụt giảm, giá trị của các hối phiếu thương mại chất lượng cao hơn được phóng đại, nguyên nhân có thể là người mua hàng không có tiền thanh toán các khoản nợ vào ngày đáo hạn vì họ không thể bán hàng hóa với mức giá cao hơn. Chỉ số nợ của người đi vay hay số tiền họ có là một thước đo ý nghĩa để đánh giá chất lượng của tín dụng.

Franklin đã nhận xét về hóa đơn tín dụng:

... rất tiện lợi trong kinh doanh; bởi vì một con số tổng lớn thì dễ đếm hơn, nhẹ hơn trong khoang vận chuyển, lưu giữ mất ít diện tích hơn, và do đó an toàn hơn khi đi du lịch hay để dự trữ, và trong nhiều tài khoản khác chúng có giá trị hơn. Các ngân hàng là thủ quỹ của các quý ông, thương nhân và các nhà buôn lớn... Điều này mang lại cho hóa đơn một khoản tín dụng; do vậy ở Anh giá trị của nó không kém gì tiền, ở Venice và Amsterdam giá trị của nó thậm chí còn lớn hơn.

Lời khẳng định rằng ở Anh, các hóa đơn “không bao giờ kém giá trị hơn tiền” là điều gì đó mang tính lạc quan, nhưng hiệu quả của các hóa đơn này khi chúng được định giá ngang với tiền là rõ ràng. Trong nửa đầu thế kỷ XIX, có một cuộc tranh cãi không ngừng về vấn đề liệu hối phiếu có phải là “tiền”, “phương tiện thanh toán” hay “sức mua” không. Các thành viên của trường phái tiền tệ nhất trí rằng chỉ có nguồn tiền giấy cần phải được kiểm soát, rằng không cần kiểm soát hay hạn chế số lượng hối phiếu và các khoản tiền gửi ngân hàng.

Các vấn đề chắc chắn sẽ nảy sinh khi chỉ số nợ thể hiện qua giá trị còn lại của hối phiếu được cấp bởi người đi vay lớn hơn số tiền thực tế của người đi vay thường xảy ra trong những thời kỳ phồn thịnh. Rút hối phiếu theo chuỗi có thể mang lại phản ứng dây chuyền. Adam Smith đã miêu tả

đầu đó như là một thực thể kinh doanh thông thường, nó có thể dễ dàng trở nên thái quá. A rút của B, B rút của C, C rút của D, v.v... sẽ làm tăng nguồn cung tín dụng. Theo Hawtrey, khuyết điểm của hối phiếu không là nó được “sử dụng cho việc huy động vốn cố định khi nguồn cung cần thiết từ các khoản tiết kiệm dài hạn không thể thu lại được qua thị trường đầu tư”. Hawtrey khẳng định rằng hệ thống này đã bị lạm dụng quá mức trong cuộc khủng hoảng ở London năm 1866 và cuộc khủng hoảng ở New York năm 1907. Sự sụp đổ bất thường của ngân hàng DeNeufvilles ở Amsterdam năm 1763 đã được ghi nhận. Sự kiện này đã gây ra tâm lý hoảng loạn ở Hamburg, Berlin với mức độ thấp hơn ở London và Amsterdam do một chuỗi các hóa đơn đặc biệt ấn tượng đã được làm sáng tỏ. Nếu một tổ chức nằm trong chuỗi các tổ chức đã chứng thực hối phiếu thất bại, chuỗi đó sẽ sụp đổ và có thể làm giảm uy tín của các doanh nghiệp có chỉ số nợ trên vốn hợp lý cũng như các doanh nghiệp có chỉ số cao hơn nhiều. Mỗi người chuyển nhượng trên hối phiếu có trách nhiệm thanh toán đầy đủ. Hối phiếu không giúp các thương nhân có số vốn hạn chế có thể vay khoản tiền lớn, và các khoản vay ngắn hạn chuyển thành các khoản vay dài hạn do chúng được quay vòng khi đến thời điểm đáo hạn. Trong thời kỳ chế độ bản vị vàng bị tạm ngừng vào đầu thế kỷ XIX, Ngài Francis Baring biết rằng một số nhân viên ngân hàng đã chiết khấu 50.000-10.000 bảng mà giá trị thực của nó không đến 100 bảng. Trong thời kỳ này, sự tạm ngừng chế độ bản vị vàng có nghĩa là không cần phải lo lắng về tác động của quá trình mở rộng tín dụng trên thị trường ngoại hối. Tâm lý “đầu cơ điên cuồng” trong giai đoạn này ảnh hưởng mạnh tới trường phái tiền tệ. Năm 1857, John Ball, một kế toán ở London, đã báo cáo khách quan rằng doanh nghiệp có vốn dưới 10.000 bảng và các khoản phải trả là 900.000 bảng. Ở Hamburg, trong cùng thời kỳ bùng nổ, Schäffle báo cáo rằng một người có vốn là 100 bảng và số tiền chưa thanh toán có giá trị lên tới 400.000 bảng.

Quỹ đầu cơ Long-Term Capital Management là quỹ dự phòng rủi ro, thành lập năm 1994, có vốn chủ sở hữu trị giá 5 tỷ đô-la và vay hơn 125 tỷ đô-la từ các ngân hàng, các ngân hàng đầu tư và quỹ hưu trí. Chỉ số đòn bẩy 25:1 cao hơn nhiều so với chỉ số đòn bẩy của các quỹ đầu cơ khác, thông thường là thấp hơn tỷ lệ 10:1. Tuy nhiên, vào thế kỷ XVIII, theo Wirth, nhiều doanh nghiệp đã đầu cơ gấp 10-20 lần số vốn họ có trong thời kỳ

bùng nổ năm 1763 và nhiều người đã tham gia hoạt động kinh doanh mạo hiểm này mà chỉ dựa trên số vốn ít ỏi.

Hối phiếu tài chính hay hối phiếu không có thể dẫn đến sự mở rộng tín dụng quá mức. Thỉnh thoảng, những cái tên không có thật được đưa vào chuỗi để nâng cao độ tín nhiệm. Hơn nữa, những con số trên các hối phiếu này thường là số lẻ để tiện lợi cho các giao dịch thương mại ưu đãi. Đôi lúc, các yêu cầu thanh toán được thực hiện (ví dụ: do các ngân hàng của Đức rút tiền tại các ngân hàng ở Hà Lan và Mỹ sau khi Mỹ tạm ngừng cho vay) khi các ngân hàng biết rằng tín phiếu tài chính được ngụy trang như là các hóa đơn thương mại.

Tiền sẵn sàng để sử dụng

Việc mở rộng quy mô sử dụng khoản tiền để sẵn là một nhân tố quan trọng gây ra các vụ sụp đổ vào năm 1882 và 1929. Vụ sụp đổ năm 1882 ở Pháp không được nhiều người biết đến và không để lại hậu quả nặng nề, song đó là một cơn điên loạn và hoảng loạn mang tính chất kinh điển, được tài trợ bởi khoản tiền sẵn sàng để sử dụng, hay khoản tiền của các ngân hàng có sẵn cho các nhà môi giới chứng khoán vay, trong một ngày (theo các báo cáo ở Pháp). Các nhà môi giới chứng khoán sử dụng tiền để mua một loạt cổ phiếu và họ dự đoán vào ngày tiếp theo, họ có thể ký lại một khoản vay mới trong một ngày.

Union Générale là ngân hàng do Eugène Bontoux, một kỹ sư từng làm việc cho Rothschild, thành lập để cạnh tranh tại thị trường Áo và khu vực đông nam châu Âu. Một ngân hàng được thành lập năm 1875 đã hoạt động rất ồ ạt. Bontoux thành lập Union Générale tại Paris năm 1878, khi Pháp đang trong thời kỳ bùng nổ do sự mở rộng của các đường sắt, việc xây dựng kênh đào Suez và sự tăng trưởng của các ngân hàng. Cơn bùng nổ lên đến đỉnh điểm vào tháng 12/1881 và sự sụp đổ diễn ra trong một tháng tiếp theo. Điều mà Bouvier quan tâm là liệu Bontoux, một tín đồ Công giáo, bị thất bại bởi chính những sai lầm của mình hay bởi âm mưu của các chủ ngân hàng người Do Thái và tín đồ Tin Lành. Bouvier đã đưa ra lời phán quyết là “không đủ bằng chứng”.

Ngân hàng Union Générale của Bontoux được cấp vốn 25 triệu frăng, vào mùa xuân năm 1879 tăng lên đến 50 triệu và lại tăng lên đến 100 triệu vào tháng 1/1881; mức tăng lần thứ ba, được dự kiến vào tháng 1/1882, sẽ tăng lên đến 150 triệu. Số vốn ban đầu chỉ bằng 1/4 số vốn góp. Với mỗi lần vốn tăng, các nhà đầu tư phải trả một khoản đền bù cao hơn mệnh giá 500 frăng tạo thành các khoản dự trữ tại ngân hàng để đền bù cho mức tăng giá cổ phiếu trên thị trường. Các cổ phiếu được đăng ký theo tên của người mua vì họ được sở hữu 3/4 mệnh giá; tuy nhiên, gần 100 nghìn cổ phiếu gốc đang trôi nổi trên thị trường giao dịch.

Giao dịch chứng khoán được thực hiện qua hình thức thanh toán hai tuần một lần ở cả Paris và Lyon. Người mua sẽ trả 10%, vay 90% từ một người môi giới đã vay tiền trong thị trường cho vay không kỳ hạn. Tiền sẽ được đầu tư theo các tài khoản thông qua các ngân hàng, các hiệp hội tín dụng caisse đặc biệt (các quỹ đặc biệt do các ngân hàng và nhà đầu tư khác thành lập) và các cá nhân. Một ngân hàng và một hiệp hội tín dụng caisse tạo điều kiện thuận cho các nhà môi giới giao dịch một loại cổ phiếu cụ thể. Do vậy, các ngân hàng như Union Générale và Banque de Lyon et de la Loire – đó là chưa kể đến ba hay bốn ngân hàng kém thành công hơn trong thời kỳ bùng nổ – có thể hỗ trợ gián tiếp cho cổ phiếu của chính họ. Khi thị trường ổn định, các nhà đầu cơ có các khoản lãi và lỗ, các nhà môi giới sẽ thanh toán tất cả và nhận về một chút lãi ròng nếu các nhà đầu cơ tiếp tục tìm kiếm các khoản lợi nhuận tương tự, chẳng hạn 10%. Nếu giá cổ phiếu tăng, mặc dù cần thêm nhiều tiền để thanh toán hết các khoản lãi, thị trường sẽ thu lại và rút về. Tiền thường được tái đầu tư trên thị trường, song nếu không, thị trường sẽ cần thêm vốn. Giả sử một nhà đầu cơ mua một cổ phiếu với giá 100 frăng, anh ta chỉ trả 10 frăng và vay 90 frăng. Nếu nhà đầu cơ bán cổ phiếu với giá 110 frăng và thu được 20 frăng, 11 frăng trong số 20 frăng được rút về từ thị trường sẽ đến từ nhà đầu cơ mới, và 9 frăng phải là một tài khoản mới và rút về từ thị trường qua đêm. Khi giá cổ phiếu tăng, tỷ lệ lãi suất trên thị trường qua đêm tăng từ 4-5% vào cuối năm 1880, từ 8-10% vào mùa xuân năm 1881, đạt mức đỉnh điểm 12% vào mùa thu năm 1881.

Khi giá cổ phiếu giảm, các khoản tiền mới cũng được yêu cầu, lần này là từ phía các nhà đầu cơ. Nếu nhà đầu cơ mua một cổ phiếu với giá 100

frăng, song chỉ trả 10 frăng và 90 frăng trong tài khoản, sau đó giá cổ phiếu giảm xuống 90 frăng, nhà đầu cơ phải bỏ vào thêm 9 frăng để tuân theo yêu cầu 10%. Nếu trước đó nhà đầu cơ vay toàn bộ và không có tiền để đáp ứng điểm gọi vốn, nhà môi giới sẽ bán quyền của nhà đầu cơ. Nếu giá giảm xuống hơn 90 frăng, nhà môi giới, ngân hàng hay cá nhân đã vay tiền sẽ bị lỗ. Cổ phiếu của ngân hàng Union Générale đi từ 1.250 frăng vào tháng 3/1881 lên đến đỉnh là 3.040 vào ngày 14/12 khi cơn điên loạn “tăng tốc”. Do vậy, một thời kỳ khó khăn sẽ xảy ra cùng với mức giá là 2.950 frăng vào ngày 10/1/1882 và 2.800 frăng vào ngày 16/1. Ngày 19/1, mức giá giảm xuống còn 1.300 frăng. Các nhà môi giới đã bán vào thời điểm trước ngày đó được khoảng 18 triệu frăng, khi các nhà đầu cơ không có tiền đáp ứng được các yêu cầu, và 33 triệu trước thời kỳ phải bán tháo vào cuối tháng, ngày 31/1.

Sự sụp đổ của Banque de Lyon et de la Loire còn nặng nề hơn khi giá cổ phiếu đang từ đỉnh 1.765 frăng vào ngày 17/12/1881, xuống còn 1.550 frăng vào ngày 28/12 khi nó đang chống đỡ cho chính cổ phiếu của mình, lại giảm xuống còn 1.040 frăng vào ngày 4/1/1882, 650 frăng vào ngày 10/1, và cuối cùng là 400 frăng vào ngày 19/1 – ngày sau khi ngân hàng đóng cửa. Dấu hiệu sụp đổ của Banque de Lyon et de la Loire là việc Bontoux chấp thuận thành lập Banque de Crédit Maritime tại Trieste vào ngày 4/1/1882. Lại “gây ông đập lưng ông”. Các nhà đầu tư bị thua lỗ từ việc mua cổ phiếu của Banque de Lyon et de la Loire đã bán cổ phiếu của Union Générale. Sự kết hợp giữa việc đầu cơ có đòn bẩy cao với cơ chế tín dụng – vốn nằm trong các tín dụng ngân hàng và cá nhân – quay vòng theo chu kỳ thông qua thị trường cho vay qua đêm và lan truyền sự sụp đổ trong các ngân hàng, hiệp hội tín dụng, nhà môi giới, các cá nhân và các doanh nghiệp trong một vài ngày. Hoạt động kinh tế đã bị ảnh hưởng mạnh mẽ trước khi thị trường chứng khoán sụp đổ, không phải do sự thay đổi nguồn cung tiền, mà là vào thời kỳ cơn sốt đạt lên đỉnh điểm, thế giới kinh doanh của Lyons quay sang đầu cơ vào Union Générale: “thương nhân bán lụa, nhà sản xuất quần áo, nhà tư bản công nghiệp, người giao hàng, người buôn các mặt hàng khô, người bán tạp phẩm, người bán thịt, người có thu nhập cố định, người trông nom nhà cửa và thợ đóng giày”; “Nhiều vốn được chuyển từ hoạt động kinh doanh đầu đặn sang thị trường chứng khoán cả bằng cổ phiếu lẫn khoản tiền sẵn sàng để sử dụng”.

Một số đặc điểm của sự sụp đổ thị trường chứng khoán Mỹ vào năm 1929 tương tự như đặc điểm của vụ sụp đổ các ngân hàng Pháp; sự lo lắng về đầu cơ và sự suy giảm hoạt động kinh tế khi thị trường cổ phiếu lên đến mức đỉnh, vai trò các khoản vay của nhà môi giới từ các ngân hàng và các cá nhân đã tạo cơ sở cho giá cổ phiếu tăng và sau đó sụt giảm ngay cả khi nhu cầu cung tiền không thay đổi lớn. Một điểm tương đồng khác là khi giá cổ phiếu lên mức đỉnh, trái với các khoản vay sẵn có tại các ngân hàng ở New York và ngoài New York, các khoản vay trên thị trường cho vay không kỳ hạn từ “tất cả các tổ chức khác” tăng từ dưới 2 tỷ đô-la vào cuối năm 1926 lên đến gần 4 tỷ đô-la vào ngày 31/12/1928, và lên đến hơn 6,6 tỷ đô-la vào ngày 4/10/1929. Giới hạn tín dụng được mở rộng. Các hãng môi giới yêu cầu người mua cổ phiếu trả thấp hơn 10%; 90% còn lại sẽ được vay. Cùng lúc đó, các khoản vay từ các ngân hàng New York của các nhà môi giới giảm từ 1,6 tỷ đô-la ở mức cao vào cuối năm 1928 xuống còn 1,1 tỷ đô-la vào ngày 4/10/1929.

Trong bối cảnh khủng hoảng, “tất cả các tổ chức khác” và các ngân hàng bên ngoài New York nhận khoản tiền có sẵn từ thị trường. Họ lo sợ sự giao dịch chứng khoán sẽ đóng cửa giống như sự kiện năm 1873, mà cho đến nay nó đã làm đông cứng các khoản vay theo ngày. Vào thời kỳ này, các ngân hàng ở New York đã duy trì, thậm chí là tăng thêm các khoản vay từ các nhà môi giới. Tương tự, năm 1882, một hiệp hội gồm các ngân hàng Paris, dẫn đầu là ngân hàng Banque de Paris et des Pays-Bas (Parisbas), đã tạm ứng trực tiếp cho Union Générale năm gói tín dụng trị giá 18 triệu franc, trong khi một nhóm khác do gia đình Rothschild dẫn đầu đã cho các công ty môi giới vay một khoản trị giá 80 triệu franc để thanh toán các khoản nợ vào cuối tháng 1, nhờ đó các nhà môi giới và khách hàng của họ có đủ thời gian để trả lại khoản vay này. Trong cả hai cuộc khủng hoảng, nhiều nhà môi giới, khách hàng, các ngân hàng và hiệp hội tín dụng đã lâm vào cảnh phá sản. Các ngân hàng trung ương đã ngừng đi đầu chỉnh trên thị trường tiền tệ, nhưng ở Paris, vào năm 1882, họ đã không cứu được ngân hàng Union Générale.

Vào thập niên 1930, ở Mỹ, việc mua cổ phiếu nhằm kiếm lời đã bị hạn chế bởi Cục Dự trữ có quy định cố định mức yêu cầu ký quỹ là 50%. Các tổ chức tài chính đã khéo léo lách qua quy định này. Nó áp dụng cho các

sở giao dịch chứng khoán, trong đó có Sở Giao dịch Chứng khoán New York, nhưng không đề cập Sở Thương mại Chicago nơi giao dịch các hợp đồng tương lai của chỉ số S&P 500 và có đưa ra yêu cầu ký quỹ là 10% giá trị hợp đồng tương lai. Những người mua bán ngoại tệ đã liên kết hai thị trường này với nhau và do vậy, chỉ có một thị trường tồn tại. Một nhà đầu tư mua hợp đồng tương lai S&P 500 ở Chicago với biên lợi nhuận 10% tương đương với việc đã mua cổ phiếu ở New York với biên lợi nhuận 10%; khi giá của các hợp đồng tương lai ở Chicago tăng, những người mua bán ngoại tệ dựa trên sự chênh lệch giá sẽ bán các hợp đồng tương lai ở Chicago và cùng lúc đó mua một rổ cổ phiếu của các công ty có khả năng chi phối đến chỉ số đó.

Sau vụ sụp đổ ngày 19/10/1987, một cơ quan riêng biệt – Ban Dự trữ Liên bang hoặc Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ – ủng hộ ý tưởng điều tiết thị trường Chicago và New York, đưa ra các quy định xiết chặt biên lợi nhuận của thị trường tương lai, đồng thời cấm giao dịch các hợp đồng tương lai về cổ phiếu nói chung.

Chế độ bản vị hối đoái vàng

Một minh họa thứ ba có phạm vi quốc tế chỉ ra rằng khả năng mở rộng tín dụng dựa trên cơ sở tiền tệ cố định là vô tận. Chế độ bản vị hối đoái vàng liên quan đến việc ngân hàng trung ương nắm giữ các chứng khoán có tính thanh khoản được tính bằng bảng Anh, đô-la Mỹ và mác Đức khi ngân hàng trung ương dự trữ các tài sản bằng vàng. Chế độ bản vị hối đoái vàng ra đời trước Chiến tranh thế giới thứ nhất, mặc dù có người cho rằng nó được thiết lập sau mốc thời gian đó, dựa trên các kiến nghị của Hội nghị Genoa năm 1922 và đoàn đại biểu về vàng thuộc Hội Quốc Liên, được Thống đốc Montagu Norman của Ngân hàng Anh – người đã tìm mọi cách tăng các khoản chứng khoán bằng bảng Anh ở nước ngoài để cải thiện cán cân thanh toán ở Anh – thúc đẩy. Cơ bản của các khoản vay trên thế giới vào năm 1913-1914 được cam ngò khi ngân hàng trung ương tăng lượng chứng khoán bằng đồng bảng Anh, franc Pháp và mác Đức.

Chỉ khi giấy bạc ngân hàng và hối phiếu được sử dụng hiệu quả hơn tiền kim loại, việc nắm giữ các tài sản dự trữ quốc tế dưới dạng chứng khoán

theo đồng tiền của quốc gia có thị trường vốn lớn mới chi phối việc nắm giữ vàng thoi đến chừng nào các điều kiện tiền tệ ổn định. Các tài sản này dễ sử dụng hơn trong các giao dịch, không cần vận chuyển hay đảm bảo an ninh, không cần phân tích và được chuyển đổi trực tiếp thành đồng nội tệ. Một quốc gia có thể tăng lượng tài sản dự trữ quốc tế bằng cách bán trái phiếu ở London hoặc New York và sau đó giữ các hóa đơn tiền bằng bảng Anh hay đô-la Mỹ như một phần dự trữ của ngân hàng trung ương. Nếu các nhà chức trách về tiền tệ ở Anh hay Mỹ không coi việc tăng số lượng các chứng khoán có tính thanh khoản theo đồng tiền của họ ở nước ngoài là lý do thu hẹp kiến trúc thượng tầng tín dụng của họ, giao dịch này sẽ dẫn tới sự mở rộng tín dụng.

Việc cho vay quốc tế theo chế độ bản vị vàng gặp phải những bất ổn tương tự như chế độ bản vị hối đoái vàng. Trước khi các quốc gia vay vốn nước ngoài dự trữ cho quá trình mở rộng tiền tệ trong nước, họ vay vàng. Trong suốt thế kỷ XIX, Mỹ đã vay ở Anh trong thời kỳ kinh tế khôi phục để có một lượng vốn thực tế dưới dạng xuất khẩu và tăng cơ sở vàng trong hệ thống ngân hàng Mỹ. Giao dịch bằng vàng giúp chuyển giao hàng hóa và dịch vụ; các khoản vay bằng vàng giúp người đi vay mở rộng tín dụng không gây ra hiện tượng co hẹp tín dụng trong các nước cho vay.

Sự bất ổn định của tín dụng và cuộc Đại suy thoái

Quan điểm cho rằng các cơn điên loạn và sự sụp đổ bắt nguồn từ sự bất ổn về nguồn cung tín dụng giờ đây đã trở nên lỗi thời. Khi bàn về chu kỳ kinh doanh, Alvin Hansen đã nhắc tới quan điểm đó trong một khảo sát chung về “những khái niệm ban đầu”, có một chương sách nói về các nhà kinh tế giai đoạn giữa thế kỷ XIX – John Stuart Mill và Alfred Marshall – với tiêu đề “Niềm tin và tín dụng”. Theo đánh giá của ông, các quan điểm này đã trở nên quá lỗi thời vì chúng bỏ qua các quyết định đầu tư và tiết kiệm của các doanh nghiệp lớn. Có lẽ vậy! Nhưng các lý thuyết này nhấn mạnh một nhân tố quan trọng, đó là sự bất ổn tín dụng dai dẳng trong thế kỷ XX. Hawtrey là một nhà kinh tế theo phong cách cổ điển. A. C. Pigou cũng vậy, cuốn sách của ông có tiêu đề là *Industrial Fluctuations* (1972) (Biến động công nghiệp), trong đó có một chương viết về sự hoảng loạn. Nghịch lý là

vai trò của yếu tố bất ổn tín dụng bắt đầu bị lơ đi khi cuộc Đại suy thoái vào thập niên 1930 xuất hiện.

Người theo chủ nghĩa tiền tệ cho rằng cuộc Đại suy thoái đã được nêu ra trong tác phẩm vĩ đại của Milton Friedman và Anna Schwartz; họ khẳng định rằng hoạt động kinh tế suy giảm mạnh vào nửa đầu thập niên 1930 là kết quả của những sai lầm trong chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang. Họ tập trung vào sự suy giảm ngân cung tiền từ tháng 8/1929 đến tháng 3/1933. Đối với bất cứ câu hỏi nào về điểm xuất phát của cuộc suy thoái, quan điểm đưa ra là ngân cung tiền không tăng vào năm 1928 và 1929, hay giảm 2,6% từ tháng 8/1929 đến tháng 10/1930, khi lẽ ra nó nên tăng để bù đắp cho sự suy yếu của nền kinh tế. Friedman và Schwartz cho rằng thị trường cổ phiếu sụp đổ vào tháng 10/1929 ít hoặc không liên quan đến sự suy giảm hiệu suất, rằng cuộc suy thoái là hậu quả của những chính sách trong nước của Mỹ và chỉ liên quan một phần nhỏ đến quá trình lưu chuyển vốn quốc tế, tỷ giá hối đoái hay tình trạng giảm phát ở nước ngoài. Quan điểm về cuộc suy thoái của người theo trường phái tiền tệ đã bao trùm khắp nước Mỹ trong một giai đoạn dài.

Peter Temin không đồng ý với quan điểm của người theo trường phái tiền tệ. Ông đưa ra câu hỏi liệu giảm chi tiêu có dẫn đến giảm ngân cung tiền không, hay ngân cung tiền có giảm ngay sau khi các khoản chi tiêu giảm không; ông đã sử dụng các phép toán kinh tế phức tạp giúp đưa ra sự lựa chọn giữa hai quan điểm này. Phần lớn lý luận của Temin cho rằng sự chênh lệch giữa các khoản chi tiêu thực tế và sự dự đoán dựa vào mối quan hệ giữa tiêu dùng, thu nhập, sự giàu có và những biến số tương tự nên được cụ thể hóa trong dự đoán về các xu hướng “thông thường” của tiêu dùng. Ngoài ra, ông xem xét mối quan hệ giữa thời điểm thay đổi ngân cung tiền và thay đổi tỷ lệ lãi suất; do vậy, nếu các khoản chi tiêu tăng sau khi ngân cung tiền tăng thì tỷ lệ lãi suất nên tăng, còn nếu ngân cung tiền tăng trước khi các khoản chi tiêu tăng thì tỷ lệ lãi suất nên giảm – và ngược lại. Do tỷ lệ lãi suất giảm mạnh sau vụ sụp đổ năm 1929 (ngoại trừ tỷ lệ lãi suất của các trái phiếu rủi ro cao tăng do mối lo về rủi ro vỡ nợ tăng), ông kết luận rằng các khoản chi tiêu cần giảm trước khi ngân cung tiền giảm. Temin cũng xem xét sự thay đổi trong số dư tiền thực tế (ngân cung tiền trên danh nghĩa được điều chỉnh so với sự thay đổi của mức giá

tiêu dùng) và kết luận rằng số dư tiền thực tế tăng giữa năm 1929 và 1931, dao động trong khoảng từ 1-18%, phụ thuộc vào sự lựa chọn giữa M1 và M2 và giữa chỉ số giảm phát bán buôn và chỉ số giảm phát tiêu dùng. Mức trung bình hàng năm làm giảm quá trình lưu chuyển; dựa trên cơ sở số liệu hàng tháng, trung bình M1 và M2 dưới dạng phần trăm hay giá trị tương đối trên cơ sở một năm và hai chỉ số giá, nguồn cung tiền thực tế tăng 5% từ tháng 8/1929 đến tháng 8/1931, nếu tính theo cùng tháng để giảm thiểu các ảnh hưởng theo mùa. Temin kết luận rằng không có bằng chứng chỉ ra sự thay đổi của nguồn cung tiền giữa vụ sụp đổ thị trường cổ phiếu và việc nước Anh xuất phát điểm bằng chế độ bản vị vàng vào tháng 12/1931 đã gây ra cuộc suy thoái.

Phân tích của Temin không đưa ra lời giải thích về cuộc suy thoái, mặc dù đó là một thách thức lớn đối với quan điểm của người theo trường phái tiền tệ. Một nhà phân tích đã lập luận rằng vụ sụp đổ thị trường cổ phiếu đã dẫn tới việc các ngân hàng hạn chế cho vay tín dụng, do đó châm ngòi cho cuộc suy thoái mà không hề làm giảm nguồn cung tiền. Một người khác cho rằng việc giá cổ phiếu giảm mạnh làm tài sản danh nghĩa và chi tiêu trong các hộ gia đình cũng giảm; mọi người ngấm hiểu rằng giá trị thực tế của tài sản đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích hoạt động tiêu dùng.

Những lập luận này đều bỏ qua tốc độ suy giảm trong ngành sản xuất công nghiệp vào năm 1929 và thực tế là sự suy giảm này bắt đầu bốn hay năm tháng trước khi thị trường cổ phiếu sụp đổ. Chỉ số sản xuất công nghiệp giảm từ 127 vào tháng 6 xuống còn 122 vào tháng 9, 117 vào tháng 10, 106 vào tháng 11 và 99 vào tháng 12; ngành sản xuất ô tô giảm từ 660.000 chiếc vào tháng 3/1929 xuống còn 440.000 chiếc vào tháng 8, 319.000 vào tháng 10 và 92.500 vào tháng 12. Sự suy giảm này quá lớn đến mức không thể lý giải đó là do sự thay đổi nguồn cung tiền hay sự thay đổi trong thói quen chi tiêu.

Thay vì đi đầu đó, lý do giải thích hợp lý nhất cho sự suy giảm này là sự bất ổn trong hệ thống tín dụng. Khi thị trường cổ phiếu tiến dần lên đỉnh, các nguồn tiền từ hoạt động tiêu dùng và sản xuất được chảy vào thị trường cho vay không kỳ hạn; số lượng tiền sẵn sàng để sử dụng tăng từ 6,4 tỷ đô-

la vào cuối tháng 12/1928 lên 8,5 tỷ đô-la vào đầu tháng 11/1929. Hơn nữa, các ngân hàng đầu tiên ở New York và sau đó là các ngân hàng có trụ sở chính tại các thành phố khác của Mỹ trở nên thận trọng hơn khi đưa ra các khoản cho vay đối với những người tham gia thị trường cổ phiếu và các thị trường khác. Khi thị trường cổ phiếu sụp đổ, hệ thống tín dụng đột ngột đông cứng lại. Các khoản vay để tài trợ cho nhập khẩu giảm mạnh, một phần là vì giá nhập khẩu giảm mạnh.

Cuộc tranh luận giữa những người theo trường phái tiền tệ và những người theo thuyết kinh tế của Keynes đã bỏ qua sự bất ổn tín dụng và sự mỏng manh của hệ thống ngân hàng cùng những tác động tiêu cực đối với hoạt động sản xuất và giá cả khi hệ thống tín dụng bị tê liệt, vì sự suy giảm giá cả của nhiều mặt hàng sẽ khiến nhiều người đi vay không thể trả được nợ. Tất cả những yếu tố này lý giải cho các sự kiện diễn ra trong các giai đoạn đầu của cuộc suy thoái năm 1929. Hầu hết mọi người đều lơ đi quan điểm này, ngoại trừ Hyman Minsky và Henry Simons nhà kinh tế ở Chicago, ông cho rằng cuộc Đại suy thoái bắt nguồn từ sự suy giảm niềm tin kinh doanh, điều này dẫn tới một hệ thống tín dụng bất ổn trước những thay đổi trong tính thanh khoản và những ảnh hưởng tất yếu lên nền cung tiền.

Quan điểm của Henry Simons được trình bày trong cuốn sách có tiêu đề Economic Policy for a Free Society (Chính sách kinh tế cho một xã hội tự do) được viết sau Chiến tranh thế giới thứ hai, chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ cuộc suy thoái năm 1930. Ông khuyến nghị cần dự trữ 100% cho các khoản tiền gửi ngân hàng để tránh những thay đổi về các khoản tiền gửi xuất phát từ sự thay đổi tâm lý sẵn sàng nắm giữ tiền và một nỗ lực lớn nhằm dập tắt khuynh hướng thay đổi tín dụng trong hệ thống. Ông đề xuất cần hạn chế các khoản tín dụng gây ra sự chênh lệch giữa bên nợ và có trong bảng cân đối, các khoản vay trả góp cũng như các khoản vay phi lãi suất từ chính phủ và nợ dài hạn (đặc biệt là các khoản vay liên tiếp). Simons ủng hộ hệ thống trong đó giữ tất cả của cải tài chính dưới dạng cổ phần với các hợp đồng tiền không cố định, do vậy không có thể chế nào ngoài ngân hàng có thể phát hành các loại hình thay thế hiệu quả cho tiền. Ông lo lắng về tâm lý đầu cơ trong cộng đồng cũng như việc giảm khoản vay ngắn hạn phi ngân hàng và khoản khoản vay đã đẩy xã hội rơi vào trạng thái dễ bị tổn hại trước sự thay đổi trong niềm tin kinh doanh.

Khuyến nghị của Simons rằng cần hạn chế các chứng chỉ về tiền gửi và tài sản tài chính bất đồng với xu hướng tự do của Friedman rằng hãy để các tác nhân của thị trường quyết định cung và cầu đối với các loại hình tài sản tài chính khác nhau. Friedman tin rằng việc kiểm soát tăng trưởng nguồn cung tiền sẽ gây cản trở các chu kỳ kinh doanh chính và không cần phải lo ngại đến những bất ổn trong cơ chế tín dụng. Ngay cả khi đề xuất tích cực của Simons được mọi người hết sức hưởng ứng (và có cả những nghi ngờ đáng lo ngại) nhưng chắc chắn nó không được thực hiện bởi đó là đi đầu không tưởng. Tuy nhiên, những chẩn đoán của Simons về xu hướng của hệ thống với các khoản vay ngắn hạn không ổn định vẫn là mục tiêu mà ông hướng tới.

Trong vài thập niên gần đây, một quan điểm khác về mối quan hệ giữa tiền và ngân hàng đối với sự ổn định kinh tế đã được nêu bật từ trường phái neo-Austrian, đó là muốn bãi bỏ việc kiểm soát toàn bộ hệ thống tiền tệ và ngân hàng. Nhóm này, do Friedrich Hayek ở Anh, Roland Vaubel ở Đức và Richard Timberlake, Leland Yeager, Lawrence White, George Selgin ở Mỹ dẫn đầu, tìm cách phá bỏ chính sách tiền tệ tích cực. Bất cứ ngân hàng, công ty hay cá nhân nào cũng được phép phát hành “tiền”; họ tin rằng những tác nhân của thị trường sẽ quyết định doanh nghiệp nào phát hành tiền tốt. Những doanh nghiệp khác nhau phát hành tiền sẽ cạnh tranh với nhau để đồng tiền của mình được chấp nhận, và do vậy, loại tiền tốt sẽ loại bỏ loại tiền xấu. White đã bảo vệ luận điểm của mình dựa trên những kinh nghiệm về các ngân hàng ở Scotland – các ngân hàng này đã không được đi đầu tiết khi xuất hiện sự sụp đổ của Ngân hàng Ayr vào năm 1772 và việc Đạo luật Ngân hàng năm 1845 quy định áp dụng Đạo luật Ngân hàng năm 1844 cho Scotland.

Trong thời kỳ này, các ngân hàng thương mại hàng đầu đã tích lũy các giấy bạc có giá trị thấp và sẵn sàng chuyển đổi thành tiền đồng nếu họ nghĩ rằng nguồn cung giấy bạc được phát hành bởi bất cứ ngân hàng nào đang gia tăng quá mạnh. Các ngân hàng lớn đóng vai trò đơn vị kiểm soát không chính thức về nguồn cung tiền. Nhưng một vài sự kiện lịch sử – như các ngân hàng địa phương ở Anh từ năm 1745-1835, các hoạt động ngân hàng liêu lĩnh ở Michigan vào thập niên 1830, và những sự kiện gần đây liên quan đến việc bãi bỏ các quy định trong hệ thống ngân hàng tại Mỹ Latinh,

đặc biệt ở Đông Á – không ủng hộ quan điểm cho rằng “tiền tốt sẽ loại bỏ loại tiền xấu”.

Lạm phát toàn cầu trong thập niên 1970 là kết quả của sự kết hợp giữa việc mở rộng chính sách tiền tệ của Mỹ với việc mở rộng chính sách tiền tệ ở châu Âu và Nhật Bản, khi lượng tài sản dự trữ mà họ nắm giữ và nhu cầu cung tiền tăng lên do thặng dư cán cân thanh toán trong các giao dịch của họ với Mỹ. Lượng tài sản dự trữ quốc tế do ngân hàng trung ương nắm giữ lại tăng mạnh vào giữa và cuối thập niên 1990. Ba năm sau, Pascal Blanche nhà kinh tế người Pháp, đã viết về bong bóng tín dụng ở Mỹ. Cùng quan điểm tương tự, Graciela Kaminsky và Carmen Reinhart đổ lỗi do các quốc gia nước ngoài đã in tiền và Mỹ liên tiếp bị thâm hụt cán cân thanh toán.

Vấn đề trọng tâm là liệu ngân hàng trung ương có thể kìm hãm sự bất ổn tài chính và trì hoãn hoạt động đầu cơ để tránh những hoạt động mở rộng nguy hiểm không. Nếu các nhà chức trách về tiền tệ ấn định sự ủy quyền nào đó cho nhu cầu cung tiền hay cho tính thanh khoản, hoặc họ trực tiếp đề cập tỷ lệ lãi suất, liệu những biến động lên xuống và những đợt suy giảm trong cuộc khủng hoảng có thể được giảm bớt hay xóa bỏ hoàn toàn không? Không có một phương thức chính xác nào có thể đưa ra quyết định liệu việc ngân hàng trung ương nắm giữ nhu cầu cung tiền, hạn chế tính thanh khoản trong thị trường tiền tệ, hay tăng tỷ lệ chiết khấu ngay tại thời kỳ đầu xuất hiện sự phồng phồng trong đầu cơ sẽ chặn đứng được các cơn điên loạn – từ đó dẫn tới các cuộc khủng hoảng. Các nhà kinh tế không thể thực hiện các thử nghiệm với sự kiểm soát cẩn thận. Mùa thu năm 1998, sau sự sụp đổ của quỹ dự phòng rủi ro Long-Term Capital Management và sự sụp đổ tài chính ở Nga, Cục Dự trữ Liên bang giảm tỷ lệ lãi suất ngắn hạn ba lần để chặn đứng cuộc khủng hoảng đang bắt đầu nảy sinh. Nhưng những thử nghiệm như vậy không có tính thuyết phục bởi chúng gặp phải sự phản đối là liệu hành động được sửa đổi phần nào thì kết quả có thay đổi hay không. Tuy nhiên, các bằng chứng lịch sử ủng hộ lý thuyết này cho rằng chính sách tiền tệ hơi khác biệt một chút có lẽ sẽ kìm hãm các cơn bùng nổ, nhưng không thể xóa bỏ hoàn toàn.

Ngân hàng Anh đã bị công kích dữ dội vì không phát hiện được nguy cơ khủng hoảng năm 1839 và sự thất bại trong việc tăng tỷ lệ lãi suất trước

đó. Nói chung, Đạo luật Ngân hàng năm 1844 gần như là nguyên nhân gây ra các cơn bùng nổ. Vào thập niên 1850, sự dư thừa vàng dẫn tới tỷ lệ lãi suất giảm vào năm 1852 và 1853. Do đó, tỷ lệ lãi suất tăng mặc dù không đủ để có thể chặn trước cuộc khủng hoảng tàn khốc năm 1857. Số lượng các hối phiếu trong lưu thông tiếp tục tăng khi tỷ lệ chiết khấu tăng và giảm khi tỷ lệ chiết khấu giảm, chứ không phải là phản ứng trái ngược trước những thay đổi trong chính sách; điều cơ dựa trên các hối phiếu dường như tự do bởi tỷ lệ chiết khấu tăng. Giữa thập niên 1850, khi nhận ra rằng công chúng không hiểu được các giao dịch tại Ngân hàng Anh, Elmer Wood đưa ra đề xuất là cần thay đổi tỷ lệ ngân hàng theo quy định về tỷ lệ dự trữ bắt buộc của Ngân hàng Anh, từ đó có thể giúp công chúng có được quan niệm rõ ràng về điều họ mong đợi. Năm 1863-1864, Ngân hàng Anh hai lần tăng tỷ lệ lãi suất lên đến 9%, việc này có thể trì hoãn – song không ngăn chặn được vụ sụp đổ năm 1866. Năm 1864, việc thanh toán mọi khoản để đóng cửa các công ty đã được hoàn tất ở Pháp; đồng thời ở Anh có hai đợt cải tổ, song vấn đề giảm phát chính đã bị trì hoãn. Tháng 7/1869, Ngân hàng Quốc gia Áo - Hungary tăng tỷ lệ lãi suất nhưng đã quá muộn để có thể chặn đứng vụ sụp đổ vào mùa thu năm 1869, nó là điềm báo cho Đại Khủng hoảng trên thị trường khoán ở Vienna năm 1873. Ngân hàng lại tăng tỷ lệ chiết khấu vào năm 1872. Tại thời điểm đợt tăng cuối cùng vào tháng 3/1873, tỷ lệ là 5% cho giao dịch chứng khoán và 6% cho các khoản vay từ Lombard, và theo Wirth, tỷ lệ này là quá thấp. Trong hình mẫu tương tự, với cùng thay đổi và điều không có kết quả gì (trừ phi nó làm cho cuộc khủng hoảng đến sớm), Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York tăng tỷ lệ chiết khấu từ 5-6% vào ngày 9/8/1929.

Năm 1873, Ngân hàng Anh thay đổi tỷ lệ chiết khấu 24 lần và tránh được các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra ở Áo và Đức vào tháng 5 và ở Mỹ vào tháng 9. Vào tháng 11, tỷ lệ này tăng lên đến 9% để ngăn chặn việc người Đức rút hết số dư đồng bảng Anh còn lại từ các khoản bồi thường thiệt hại từ cuộc chiến tranh Pháp-Phổ. Cho dù điều này là một sự tinh chỉnh thành công ngăn cản sự xuất hiện của các cuộc khủng hoảng hay đơn thuần chỉ là tăng độ nhạy cảm đối với sự lưu chuyển vốn ngắn hạn, các nguyên nhân cấp không rõ ràng.

Trong cơn hoảng loạn năm 1907, sự mở rộng trong giai đoạn chuẩn bị liên quan đến các khoản cho vay ở New York từ các ngân hàng bên ngoài không rõ số lượng bao nhiêu, cùng với khoản vay lớn của New York ở London qua các thương phiếu không – sự kết hợp giữa hai phương pháp mở rộng vừa được thảo luận, nếu các khoản vay bên ngoài thành phố ở New York ngang bằng với chế độ bản vị hối đoái vàng. (Tất nhiên cơ sở để thực hiện đi đầu đó là các khoản tiền gửi liên ngân hàng được coi như các khoản dự trữ của chủ sở hữu tài sản, nhưng không nhất thiết phải yêu cầu từng lần một các khoản dự trữ của ngân hàng khi nhận tiền gửi). Thiếu ngân hàng trung ương, New York có thể không được tự ý thay đổi tỷ lệ lãi suất. Ở London, vàng xuất khẩu do Mỹ tăng các khoản vay đã dẫn lãi suất ngân hàng tăng vào tháng 10/1906, sau lời khuyến nghị của Ngân hàng Anh với thị trường rằng việc tăng hối phiếu tài chính ở Mỹ là một mối đe dọa đến sự ổn định và không được chào đón. Đi đầu này làm chậm quá trình bùng nổ nhưng không thể ngăn chặn được “cơn hoảng loạn của những người giàu có” vào tháng 3/1907 và sự hoảng loạn lan truyền khắp nơi vào tháng 10.

Nếu những người đứng đầu ngân hàng trung ương là những người thông suốt và có quyền lực tuyệt đối, họ có thể sử dụng vũ khí của ngân hàng trung ương để bình ổn hệ thống tín dụng; sau đó hiệu chỉnh sự bất ổn tiềm ẩn trong quá trình mở rộng tín dụng vô tận. Nhưng “không có những hạn chế tích cực đối với sự mở rộng tín dụng cá nhân”.

Ngân hàng trung ương triển khai việc áp dụng các phương thức kiểm soát tăng trưởng tín dụng và sự bất ổn trong nguồn cung tín dụng. Cải tiến của ngân hàng trung ương từ hệ thống ngân hàng tư nhân vì mục đích lợi nhuận là một bước tiến đáng kể. Trước năm 1825, có một thỏa thuận ngầm trong việc phân chia công việc giữa khối ngân hàng tư nhân và ngân hàng trung ương; các ngân hàng tư nhân ở London và các tỉnh sẽ tài trợ cho cơn bùng nổ, trong khi Ngân hàng Anh sẽ “tài trợ cho các cuộc khủng hoảng”. Ở Mỹ, sau năm 1837 không có ngân hàng trung ương, các ngân hàng lớn ở New York bị kẹt giữa vai trò tạo ra lợi nhuận mà có thể dẫn họ tới sự bất ổn về tín dụng và vai trò người nắm giữ các khoản tiền gửi của các ngân hàng trên khắp nước Mỹ trái ngược với sự bất ổn định của những người mà họ phải bảo vệ. Xuất hiện mâu thuẫn giữa một bên là mối quan tâm

ngắn hạn về khả năng sinh lời và một bên là mối quan tâm dài hạn về sự ổn định tài chính, hàng hóa tư nhân với hàng hóa công cộng. Không ai đưa ra sắc lệnh rằng các ngân hàng ở New York nên hành động có trách nhiệm vì lợi ích cộng đồng. Nói chung, vấn đề này phụ thuộc vào quan điểm chính trị và kinh doanh cũng như sự chú tâm của những người nên có những hành động vì lợi ích cộng đồng.

Chương 5: GIAI ĐOẠN NGUY CẤP

Thay đổi những kỳ vọng

Mô hình chuẩn của chuỗi sự kiện dẫn đến các cuộc khủng hoảng tài chính là một cú sốc dẫn tới quá trình mở rộng kinh tế, sau đó chuyển sang cơn bùng nổ kinh tế; sự phồn phơ lan truyền khắp nơi và rồi giá tài sản đột ngột giảm. Tình trạng khó khăn tài chính sẽ xảy ra sau khi giá tài sản giảm. Sự hoảng loạn xuất hiện, sau đó kéo theo sự đổ vỡ. Lord Overstone, chủ ngân hàng hàng đầu ở Anh vào giữa thế kỷ XIX, đã phát hiện ra một chuỗi sự kiện tương tự: “sự im lìm, bước tiến, tự tin, thành công, náo nhiệt, buôn bán quá khả năng vốn, BIẾN ĐỘNG, áp lực, trì trệ, cuối cùng kết thúc bằng sự im lìm”. Overstone đã chỉ ra năm giai đoạn của sự phồn phơ trước khi cuộc khủng hoảng tài chính xuất hiện, hay, theo cách nói của ông, đó là biến động.

Lý thuyết về sự kỳ vọng hợp lý giả định rằng sự kỳ vọng của các nhà đầu tư thay đổi nhanh hay chậm tùy thuộc vào mỗi cú sốc và các nhà đầu tư ngay lập tức nhìn thấu những ảnh hưởng của mỗi cú sốc đối với mức giá cân bằng dài hạn của bất động sản, cổ phiếu và hàng hóa. Trái lại, sự sáng suốt trong lịch sử tài chính là sự kỳ vọng trong thế giới thực được thay đổi từ từ vào thời điểm này và thay đổi nhanh chóng vào những thời điểm khác, do sự nhận thức của họ vào mỗi thời điểm khác nhau và vào những thời điểm khác nhau có lúc nhanh lúc chậm – dự đoán hiện tại về giá cả và giá trị trong thời điểm tương lai khác hẳn với những quan điểm trước đó về cùng một giá cả và giá trị.

Sự thay đổi trong tâm lý của các nhà đầu tư từ tự tin đến bi quan là một tác nhân gây bất ổn trong thị trường tín dụng, khi một số người đi vay – cá nhân cũng như doanh nghiệp – nhận ra rằng các khoản nợ của họ quá lớn so với khoản thu nhập của họ. Những người đi vay này bắt đầu có sự thay đổi nhận thức về triển vọng tương lai của nền kinh tế, thông qua việc cắt giảm chi tiêu, do vậy họ sẽ có đủ tiền để trả bớt nợ hay tăng các khoản tiết kiệm. Một số doanh nghiệp có thể bán các phòng ban hay bộ phận vận hành trong công ty để có tiền trang trải cho các khoản nợ. Những người cho vay

nhận ra mình có quá nhiều khoản vay rủi ro, do vậy họ tìm mọi cách đòi các khoản nợ tồn đọng từ những người đi vay có độ rủi ro cao nhất; họ ngần ngại chấp thuận các khoản vay mới vào thời điểm đáo hạn của các khoản vay cũ. Các tổ chức cho vay cũng nâng cao hơn nữa các tiêu chuẩn tín dụng dành cho các khoản vay mới.

Tình trạng khó khăn về tài chính có thể kéo dài hàng tuần, hàng tháng, thậm chí hàng năm, hoặc chỉ diễn ra vài ngày. Nền kinh tế suy sụp diễn ra sau vụ sụp đổ của thị trường cổ phiếu Mỹ năm 1929 kéo dài trong vòng bốn năm – cho đến khi có sự thay đổi trong chính phủ của những người theo chủ nghĩa can thiệp. Nhật Bản đã sống trong thời kỳ kinh tế trì trệ hơn 10 năm, sau khi giá cổ phiếu và bất động sản bắt đầu giảm vào tháng 1/1990. Hàn Quốc đã thoát khỏi tình trạng bất ổn vào đầu năm 1999. Thời kỳ chuyển giao lãnh thổ ở Hồng Kông vào giữa năm 1997 – cái nôi kinh tế đặc biệt của Trung Quốc – diễn ra cùng thời điểm Khủng hoảng Tài chính châu Á. Hồng Kông vẫn theo mô hình giảm phát trong vòng năm năm và giá bất động sản giảm xuống mức 40- 50%. Nước Mỹ đã chứng kiến sự sụt giảm hàng loạt tài sản của các hộ gia đình theo sau sự sụt giảm giá cổ phiếu, bắt đầu từ năm 2000, tuy nhiên, đợt suy thoái năm 2001 chỉ ở mức độ tương đối nhẹ.

Liệu chính phủ có nên can thiệp để đi đầu tiết chu kỳ? Chính sách chính phủ đóng vai trò quan trọng trong việc tạo dựng sự kỳ vọng. Liệu chính phủ có thể ngăn chặn được khủng hoảng tài chính thông qua việc kìm hãm sự kỳ vọng nảy nở trong giai đoạn phồn thịnh? Liệu chính phủ có nên tìm cách đi đầu tiết những tác động của sự sụt giảm giá cổ phiếu, bất động sản và hàng hóa sau khi bong bóng nổ tung?

Những lời cảnh báo

Một đề xuất được đưa ra là nếu chính phủ nắm được nhiều thông tin hơn so với các nhà đầu tư thì giải pháp phù hợp là chính phủ có nên công bố công khai những dự đoán đó hay không. Do vậy, chính phủ có thể sẽ trấn an được những mối lo ngại hay nỗi sợ hãi của các nhà đầu tư bằng cách công bố thông tin trên các phương tiện thông tin đại chúng. Nhiều quan chức trong các tổ chức chính phủ có tầm nhìn về triển vọng kinh tế và tài

chính song chúng thường mâu thuẫn nhau, do vậy, việc đưa ra một “quan điểm đại diện cho chính phủ” chỉ có thể thực hiện được nếu một ai đó – thủ tướng, người đứng đầu ngân hàng trung ương, bộ trưởng bộ tài chính – thành công trong việc tạo ra sự đồng thuận.

Lịch sử đưa ra rất ít bằng chứng ủng hộ quan điểm cho rằng những nhận định từ các quan chức chính phủ sẽ có tác động lớn kìm hãm tâm lý phồn phor. Trong một số trường hợp, “chỉ cần một lời sáng suốt” là đủ, song trong các trường hợp khác thì những lời cảnh báo chưa chắc đã đủ. Chắc chắn các nhà đầu tư và nhà đầu cơ sẽ để tâm đến những lời cảnh báo của các quan chức chính phủ khi giá tài sản tăng với tỷ lệ hàng năm là 20-30%/năm và đây không phải là tỷ lệ đặc biệt.

Những lời cảnh báo đầu tiên trong lịch sử xuất hiện vào năm 1825. Mặc dù có nhiều tác giả đã xem xét đạo luật Bubble Act tháng 6/1720 như là một lời cảnh báo của Robert Walpole và Vua George II phản đối hiện tượng đầu cơ, mục tiêu hàng đầu của cơ quan lập pháp là trấn áp các đối thủ cạnh tranh của Công ty South Sea bởi vì các bong bóng khác đang rút sạch các khoản tiền mà Công ty South Sea muốn và cần. Đạo luật Bubble Act, được củng cố vào năm 1749, khiến sự lừa đảo và các hoạt động kinh doanh bất hợp pháp trở nên phức tạp hơn, đã được bãi bỏ vào thế kỷ XIX.

Các nhà chức trách trong khối ngân hàng bắt đầu cảnh báo về các cơn bùng nổ đầu cơ vào thế kỷ XIX. Mùa xuân năm 1825, Thủ tướng Canning, Bộ trưởng Tài chính Anh, Lord Liverpool, Ngài Francis Baring và W. R. McCulloch đã đưa ra những lời cảnh báo về hoạt động đầu cơ thái quá trên tờ The Scotman. Những lời cảnh báo cũng tác động đến cuộc khủng hoảng – nhưng khủng hoảng diễn ra là điều thế không tránh khỏi. Trong vụ sụp đổ và hoảng loạn tháng 12/1825, Lord Liverpool đã không thể cứu các nhà đầu cơ vì chín tháng trước, ông đã nói rằng ông không thể làm gì giúp họ. Năm 1837, J. Poulett Thompson, Chủ tịch Hội Thương mại, đã chỉ trích tâm lý đầu cơ hiện tại, khác với vụ sụp đổ năm 1825, khi số lượng các nhà đầu tư trong nước lớn hơn các nhà đầu tư ra nước ngoài.

Mùa thu năm 1837, sự liêu lĩnh đã lan qua Eo biển Măngxơ, các nhà chức trách Bỉ và Pháp nỗ lực kìm hãm các hoạt động đầu cơ bằng cách cấm

công bố giá cả của giấy bạc và cổ phiếu của các doanh nghiệp. Những nỗ lực của họ đều vô ích; hoạt động đầu cơ đã vượt ra ngoài khung pháp lý nhỏ hẹp của sở giao dịch Bourse và những kẻ đầu cơ nghiệp dư chính là những người sống bằng tiền lợi tức, thậm chí cả “phụ nữ và người nước ngoài” cũng tham gia hoạt động này. Các phòng thương mại ở Liège, Vervier và Antwerp đã chỉ trích gay gắt hoạt động đầu cơ trên thị trường cổ phiếu. Vua Bỉ từ chối ban đặc quyền cho một ngân hàng được đề xuất, ngân hàng Mutualité Industrielle. Hoạt động đầu tư tràn xuống do các hoạt động kinh tế suy giảm hơn là bởi những lời cảnh báo của các tổ chức kinh doanh và tổ chức chính phủ. Tháng 7/1839, Lamartine thuộc Văn phòng Quốc hội Pháp lên tiếng phê phán hiện tượng đầu cơ, đặc biệt là cảnh báo về việc bảo lãnh các cổ phiếu ngành đường sắt.

Sau khi quan sát và nhận xét về cuộc khủng hoảng năm 1857, một người Pháp đã chính thức phê phán hiện tượng đầu cơ, và sự phê phán này đã có hiệu lực. Tháng 3/1856, Bộ trưởng Bộ Nội vụ đã đưa ra các biện pháp trừng phạt những kẻ lừa đảo. Hoàng đế Napoleon III đã chúc mừng O. de Vallée, tác giả cuốn sách *Les Manieurs d'argent*, khi nó đưa ra những cơ chế xử lý nghiêm khắc các hoạt động tài chính đáng nghi ngờ. Thượng nghị viện đã ban hành các quy định. Napoleon III công bố một lá thư trên tờ *Le Moniteur* vào ngày 11/12, chỉ ra rằng chính phủ chỉ nên hỗ trợ những tai họa xảy ra ngoài tầm dự đoán của con người. Theo d'Ormesson, hiện tượng đầu cơ thái quá đã giảm và kìm hãm về cuộc khủng hoảng năm 1857 thể hiện ánh hào quang nào đó trong hoạt động thương mại của Pháp. Nhưng Rosenberg kết luận rằng những lời cảnh báo này là quá muộn.

Những hạn chế của Ngân hàng Quốc gia Áo trong năm 1869 đã tạo ra “vụ sụp đổ lớn” – song vẫn được xem là vụ sụp đổ nhỏ so với năm 1873. Tháng 2/1873, những lời cảnh báo và những phát hiện của Eduard Lasker, một thành viên của Hội nghị Diet, về các mối liên hệ gây xôn xao dư luận giữa chính phủ Phổ, các bộ thương mại và các hãng độc quyền về đường sắt, không có tác động đáng kể trong việc chế ngự sự quá khích về đầu cơ.

Năm 1888, thêm nhiều lời cảnh báo kịp thời nữa được đưa ra trên tờ *The Economist* nhằm chống lại các hành động mua trái phiếu bất động sản Argentina. Vào tháng 4, tờ *The Economist* đưa tin “các trái phiếu... có lẽ...

trở thành một danh mục đầu tư không hợp thời. Hiện tại tất cả bất động sản ở Red River đều tăng giả tạo, nhưng trong tình hình tài chính khó khăn thì lượng bất động sản này cũng không dễ dàng bán được”. Sau đó, vào tháng 5, “Sự sụp đổ của “cơn bùng nổ” về bất động sản, có thể dễ dàng hiểu được, chắc chắn sẽ làm cho giá trái phiếu ở Argentina giảm mạnh”. Những lời cảnh báo này rõ ràng là không hiệu quả.

Đáng nhớ hơn nữa là những lời tiên tri của Paul Warburg, một đối tác của Kuhn, Loeb & Co. và là một trong những người sáng lập Hệ thống Dự trữ Liên bang, vào tháng 2/1929. Ông đã cảnh báo công chúng Mỹ rằng giá cổ phiếu Mỹ quá cao và nhắc lại những dấu hiệu dẫn đến cơn hoảng loạn năm 1907; lời cảnh báo này tương tự như lời cảnh báo của Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang. Các nhà đầu tư tạm ngừng hoạt động và sau đó giá cổ phiếu lại tăng. Gần đây, mọi người cũng nhận ra rằng những lời cảnh báo của Greenspan – Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang – trước “sự bất hợp lý lan truyền khắp nơi” liên quan đến giá cổ phiếu Mỹ vào tháng 12/1999 là không hiệu quả. Tháng 8/1999, Greenspan nói rằng Cục Dự trữ Liên bang sẽ xem xét lại giá cổ phiếu khi đưa ra tỷ lệ lãi suất sau khi FED đã tăng tỷ lệ chiết khấu lên 0,25% vào tháng 8. Một lần nữa, thị trường chứng khoán vừa kịp nhận ra đi đầu này.

Nếu giá bất động sản và cổ phiếu tiếp tục tăng dù đã xuất hiện những lời cảnh báo này, dường như đây là những lời cảnh báo thiếu độ tin cậy. Các nhà dự báo kinh tế có thể biết – hay ít nhất cho rằng họ biết – giá trị cân bằng dài hạn của bất động sản và cổ phiếu, song khả năng dự đoán khi nào giá thị trường sẽ quay lại với giá trị trung bình dài hạn thì còn rất khiêm tốn. Roger Babson bán sạch số cổ phiếu của khách hàng vào năm 1928 và anh ta đã bị coi là kẻ ngốc nghếch trong hơn một năm liền vì giá cổ phiếu tiếp tục tăng.

Vấn đề thời điểm rất phức tạp. Nếu các nhà chức trách của chính phủ muốn thấy những lời cảnh báo của họ đạt hiệu quả, chúng cần được đưa ra sớm hơn để có thể chặn đứng sự thái quá trong thời kỳ phồn thịnh và đúng vào thời điểm khi chúng còn độ tin cậy. Một phép ẩn dụ của vị cựu Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang là các nhà chức trách nên ngại “lấy bát ra khỏi

bữa tiệc khi nó chỉ vừa mới bắt đầu” trước những phản ứng không tích cực từ phía công chúng.

Quan điểm hiện đại cho rằng các ngân hàng trung ương tùy ý đưa ra các chính sách tiền tệ để điều tiết việc tăng mức giá tiêu dùng hay các chỉ số giá cả khác; “mục tiêu lạm phát” là câu thần chú mới của họ. Một vấn đề liên quan đến chính sách là liệu các ngân hàng trung ương có nên lo việc giá bất động sản và cổ phiếu tăng nếu các mức giá này vượt xa giá trị cân bằng dài hạn. Chỉ dựa trên những lời cảnh báo này mà có thể thuyết phục được các nhà đầu cơ thì quả là phù phiếm.

Tình trạng khó khăn về tài chính

Tình trạng khó khăn là thuật ngữ được sử dụng nhiều trong các cuộc thảo luận về khủng hoảng tài chính. Thuật ngữ này không hoàn toàn chính xác: một mặt nó có nghĩa là trạng thái chịu đựng, mặt khác nó muốn diễn tả một tình huống nguy hiểm. Tình trạng khó khăn về thương mại phản ánh ý nghĩa thứ nhất, tình trạng khó khăn về tài chính phản ánh ý nghĩa thứ hai. Tình trạng khó khăn về thương mại có nghĩa là giá cả, hoạt động kinh doanh và khả năng sinh lời giảm mạnh, nhiều doanh nghiệp và thương nhân đã rơi vào cảnh phá sản. Tình trạng khó khăn về tài chính của một doanh nghiệp có nghĩa là khả năng sinh lời của doanh nghiệp giảm mạnh và phải gánh chịu các khoản lỗ lớn, do vậy họ không thể chi trả các khoản lãi vay. Tình trạng khó khăn về tài chính của một nền kinh tế để lại những hậu quả về sau và chỉ ra nhu cầu cần phải điều chỉnh nền kinh tế; các doanh nghiệp đang bên bờ phá sản và các ngân hàng cần phải tái vốn hóa. Nhiều dự án đầu tư có thể còn lâu mới hoàn tất bởi các chủ đầu tư không nhận được tiền nữa để hoàn thành công trình.

Những từ ngữ khác được sử dụng để diễn tả giai đoạn cuối của trạng thái phồn thịnh và sự công kích mạnh mẽ của các nhà kinh tế cổ điển về sự thay đổi đột ngột và việc đánh mất niềm tin (hay sự sụp đổ và cơn hoảng loạn) như: bất ổn, e sợ, căng thẳng, tình hình khó khăn, áp lực, dễ thay đổi, tình hình đáng lo ngại, sự mỏng manh. Một cụm từ có tính hình ảnh hơn là sự sụt giảm trầm trọng trong thị trường hay thời khắc giông tố. Các ẩn dụ liên quan đến khí tượng thường xuyên được sử dụng: “Mọi người lại cảm

nhận được không khí ngột ngạt xảy ra trước khi cơn bão ập đến.” Hay các ẩn dụ liên quan đến địa chất: hai năm trước khi diễn ra cơn hoảng loạn năm 1847, Lord Overstone đã viết cho người bạn G. W. Norman (ông của Montagu Norman, Thống đốc Ngân hàng Anh vào thập niên 1920): “Hiện tại chúng ta không có tiền, mà chỉ có một chuyển động đang rì rầm dưới chân chúng ta.” Michel Chevalier đã sử dụng phép ẩn dụ mang tính địa chấn khi viết về cuộc chiến của Tổng thống Jackson chống lại Ngân hàng thứ hai của Mỹ: “Một sự sụp đổ về tín dụng lan truyền khắp nơi, tuy nhiên, nó chỉ diễn ra trong một thời gian ngắn, còn đáng sợ hơn cả cơn động đất kinh hoàng nhất.” Một nhà kinh tế người Pháp đã ghi nhận rằng “điềm báo cho một tai họa sắp ập đến”. Còn người Đức đưa ra phép ẩn dụ rằng “một chiếc cung bị bẻ cong vào mùa thu năm 1782 tiềm ẩn nguy cơ bị gãy tách”.

Tình trạng khó khăn là một trạng thái không dễ đo lường trong nền kinh tế. Các nhà đầu tư có thể mang tâm lý e sợ khi giá một vài biến số cách xa so với các giá trị trung bình; trong đó một vài biến số bao gồm các chỉ số dự trữ vàng của ngân hàng trung ương, chỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu của một số lượng lớn các doanh nghiệp hay cá nhân, các khoản lỗ của các ngân hàng có tác động tới nguồn vốn, chỉ số nợ nước ngoài so với thu nhập từ xuất khẩu của một quốc gia, chỉ số giá-thu nhập của cổ phiếu và chỉ số thuê về bất động sản. Hiện tại, mọi người đã nhận thức được giới hạn nào đó, giống như giấy bạc có mệnh giá cao nhất được Ngân hàng Anh phát hành theo quy định của Đạo luật Ngân hàng năm 1844, yêu cầu tối thiểu của Kho bạc Mỹ năm 1893 là lượng vàng tương đương với 100 triệu đô-la, mức trần tạm ứng của Ngân hàng Pháp cho Kho bạc Pháp năm 1924, chỉ số vàng dự trữ của ngân hàng Reichsbank trên cơ sở Kế hoạch Dawes tháng 6/1931, hay vàng nguyên chất có thể cung cấp trong Hệ thống Dự trữ Liên bang trước khi ra đời Đạo luật Glass-Steagall tháng 2/1932. Chỉ số nợ nước ngoài chiếm khoảng 60% GDP của một quốc gia được các nhà đầu tư xem xét như là dấu hiệu báo trước; một quốc gia được đánh giá là có lớp “đá mỏng” khi chỉ số này cao hơn. Tương tự, chỉ số nợ chính phủ chiếm khoảng hơn 60% GDP được coi là quá cao. Hạn mức đang bị biến động, và theo lời một Bộ trưởng Tài chính nhận định năm 1857:

Bây giờ, nếu bạn đưa ra một hạn mức vào thời kỳ khủng hoảng, chắc chắn sự tụt dốc của hạn mức đó sẽ làm tăng mức độ bất ổn. Vào khoảng khắc đó mọi người cảm nhận nguy hiểm đang bủa vây quanh họ, họ bắt đầu tính toán xem cái quỹ tiền có thể trợ giúp trong thời kỳ hoạt động thương mại gặp nhiều khó khăn còn bao nhiêu, và trong bất cứ giải pháp cố định hạn mức nào, cho dù là bằng Luật Nghị viện, hay, theo cách Thomas Tooke [đứng đầu trường phái ngân hàng] đề xuất, bằng cách xử sự thông thường, hay, như ở Pháp, bằng sự thận trọng trong hành động của chính phủ đối với Ngân hàng Pháp, không có gì đáng nghi ngờ rằng trong thời kỳ khủng hoảng, các hạn mức sẽ làm trầm trọng thêm các nguy cơ bất ổn khẩn cấp.

Hai thập niên sau, một quan chức Pháp cũng bày tỏ quan điểm tương tự khi ông khuyến nghị rằng Ngân hàng Pháp nên duy trì khoản dự trữ bằng tiền đồng với một lượng bằng 1/3 các khoản vay ngắn hạn, trừ phi không có yêu cầu ngặt nghèo nào liên quan đến pháp luật: “Không yêu cầu nào quy định phải đưa ra một chỉ số cố định. Điều đó là không khôn ngoan... nổi kinh hoàng về một chỉ số cố định và tuyệt đối.” Hiện tượng tăng hạn mức đột ngột có thể để lại những tác động về mặt tâm lý. Tháng 3/1924, dù các chủ ngân hàng am tường biết rằng tăng một lượng nhỏ nguồn cung tiền ở Pháp sẽ không quá nguy hiểm, nhưng công chúng vẫn coi mức trần tạm ứng của Ngân hàng Pháp dành cho Kho bạc như là một chỉ số đánh giá thực trạng kinh tế. Theo lời một Bộ trưởng, nước Pháp đang rất gần với mức cao trong “độ dao động” về niềm tin vào đồng nội tệ của họ.

Những nguyên nhân và dấu hiệu của tình trạng khó khăn về tài chính xảy ra đồng thời cùng một thời điểm và tỷ lệ lãi suất tăng mạnh trong một số hay tất cả các phân khúc của thị trường vốn, tỷ lệ lãi suất của các khoản vay dưới chuẩn cao hơn so với tỷ lệ lãi suất của các khoản vay theo chuẩn, đồng nội tệ giảm mạnh trên thị trường ngoại hối, các vụ phá sản gia tăng, cùng sự kết thúc thời kỳ giá cả hàng hóa, cổ phiếu và bất động sản tăng. Những sự kiện này có mối liên hệ với nhau và chỉ ra rằng số lượng các khoản vay quá lớn, những người cho vay đang cố gắng giảm phạm vi rủi ro, đặc biệt là với những rủi ro lớn.

Tình trạng tài chính khó khăn diễn ra vào thế kỷ XIX bắt nguồn từ các phương thức thanh toán trong việc mua cổ phiếu mới phát hành theo “lời kêu gọi” của những người phát hành cổ phiếu khi công trình xây dựng đang trong quá trình thi công. Vào năm 1825 và 1847 ở Anh, năm 1882 ở Pháp, một số người mua cổ phiếu không có đủ tiền để “hưởng ứng” lời kêu gọi này; họ phải trông chờ vào khả năng bán cổ phiếu và sinh lời vào thời điểm trước khi diễn ra đợt phát hành tiếp theo. Thomas Tooke đã miêu tả sự hoang mang đầy kịch tính trong năm 1825 này là do yêu cầu thanh toán bằng tiền mặt rất cấp bách, trong khi triển vọng lợi nhuận từ cổ phiếu còn rất xa và mờ hồ. Tình trạng khó khăn đã lên đến mức cao vào tháng 1/1847, khi các công trình xây dựng đường sắt mỗi tháng cần huy động 6,5 triệu bảng Anh.

Thư dây chuyền liên quan đến chứng khoán được thể hiện rõ trong tình hình tài chính của Công ty South Sea vào tháng 1, 7 và 8 của năm 1720 với những nỗ lực không ngừng nhằm huy động thêm vốn qua phát hành cổ phiếu. Năm 1881, hơn 125 đợt phát hành mới với giá trị thị trường là 5 tỷ frăng được bán ở Paris, khi các khoản tiết kiệm hàng năm của Pháp ước tính lên tới 2 tỷ frăng. Đây không phải là kỷ nguyên cổ phần hóa các công ty tư nhân với số lượng lớn, giống như vào cuối thập niên 1880 ở Anh và cuối thập niên 1920 ở Mỹ; cả hai trường hợp này đều không cần tăng các khoản tiết kiệm vì cổ phiếu của các công ty quốc doanh mới phát hành được trao đổi cho cổ phiếu của các công ty tư nhân.

Thời kỳ tăng giá tài sản kết thúc dẫn đến tình trạng khó khăn khi mà có một số lượng các nhà đầu tư đã mua tài sản dựa vào dự đoán rằng giá cả sẽ tiếp tục tăng. Một số nhà đầu tư có thể bị “chênh lệch âm” khi tỷ lệ lãi suất họ phải trả cho các khoản vay để mua tài sản lớn hơn khoản thu nhập từ tài sản đó; các nhà đầu tư này dự đoán rằng họ sẽ sử dụng mức tăng giá trị tài sản như là một hình thức thế chấp cho các khoản vay mới mà họ cần để trả lãi cho các khoản vay cũ. Khi giá tài sản ngừng tăng, các nhà đầu tư rơi vào tình trạng khó khăn vì không có sẵn tiền để thanh toán lãi cho các khoản vay cũ.

Tình trạng khó khăn có thể bắt nguồn từ việc các dòng tiền trong nước giảm – một vụ mùa thất thu có thể cần tăng nhập khẩu, việc tăng tỷ lệ lãi

suất tại các trung tâm tài chính quốc tế lớn có thể thu hút các quỹ đầu ở trong nước. Tín dụng trong thị trường tín dụng nội địa có thể bị thắt chặt hơn do nhu cầu dự trữ trong hệ thống ngân hàng đã giảm.

Dòng vốn ra có thể đẩy tiền năng; tình trạng khó khăn xuất hiện trên thị trường tiền tệ London năm 1872 khi Pháp trả các khoản đền bù chiến tranh cho Phổ, ngân hàng Reichsbank đã mua một số lượng đáng kể cổ phiếu trên thị trường tiền tệ bằng đồng bảng Anh có thể chuyển đổi dễ dàng thành vàng. Tương tự, có một dòng vốn vào London trước tháng 4/1925 với dự đoán rằng đồng bảng Anh sẽ được định ngang giá vàng trước chiến tranh; khi đồng bảng Anh được quy đổi ra vàng, chủ tài khoản tiền gửi không mấy hào hứng với việc giữ tiền ở London. Chính sách của Ngân hàng Anh bị hạn chế về sự lựa chọn bởi mối lo ngại rằng các dòng vốn này sẽ chảy khỏi London. Ngân hàng Pháp mua lại một số lượng đồng bảng Anh lớn với nỗ lực hạn chế mức sụt giảm giá đồng franc Pháp sau thời kỳ bình ổn về tiền tệ thành công vào cuối năm 1926; việc người Pháp có thể sử dụng một phần hay tất cả lượng bảng Anh để mua vàng rất dễ đẩy London vào tình cảnh hoảng loạn.

Vấn đề cốt lõi của tình trạng kiệt quệ tài chính là việc đánh mất niềm tin. Điều gì sẽ xảy ra sau đó – lấy lại niềm tin một cách từ từ trong tương lai, khi những sai lầm trong nền kinh tế được sửa chữa, hay sự sụp đổ về giá cả, sự hoảng loạn, tình trạng đổ xô rút tiền tại ngân hàng và vội vã bán tháo các tài khoản không có tính thanh khoản để thu tiền về?

James S. Gibbons đã đưa ra những nhận định về vấn đề này như sau:

Các giám đốc ngân hàng biết nguy cơ tiền ẩn trên thị trường. Tín dụng bị mở rộng quá nhanh; sự hoảng sợ trong công chúng dâng cao, và cần có hơn một sự thất bại của một “tổ chức vĩ đại” để làm nổ tung “bong bóng khổng lồ”. Ai mà biết liệu đó có phải là bong bóng hay không? Ai biết rằng sự hăng hái quá mức có xuất hiện ngay ở hiện tại hay không, và liệu rằng ngày mai nước có rút bớt hay không? Và sau đó, dần dần mọi dòng nước sẽ lại đổ vào những con kênh cũ, niềm tin được hồi sinh và một điều được sáng tỏ là không có bong bóng nào nổ tung cả.

Tình trạng khó khăn này kéo dài bao lâu?

Tình trạng khó khăn về tài chính có thể giảm dần giống như ở Pháp năm 1866, ở Anh năm 1873 và 1907 hoặc dẫn đến sự hoảng loạn diễn ra sau đó. Ở Mỹ, có những dấu hiệu gần như sự hoảng loạn bắt nguồn từ nỗ lực bất thành của Bunker Hunt khi mua vét hết hàng trên thị trường bạc năm 1979, sự thất bại của Ngân hàng Continental Illinois năm 1984 và sự sụp đổ của quỹ dự phòng Long-term Capital Management (LTCM) năm 1998. Có những giai đoạn khó khăn kéo dài sau tháng 8/1982 bởi các khoản vay ngân hàng của Mexico, Brazil và các nước đang phát triển khác cùng các khoản vay của các tổ chức tiết kiệm ở Louisiana, Oklahoma và Texas cho các dự án đang triển khai các hoạt động thăm dò giếng dầu với dự đoán giá dầu sẽ tăng lên tới 80 đô-la Mỹ/thùng. Sau vụ hàng trăm ngân hàng và tổ chức tiết kiệm Mỹ sụp đổ vào cuối thập niên 1980, quỹ đầu tư Resolution Trust Corporation (RTC) của Mỹ đã mua bất động sản với trị giá hàng chục tỷ đô-la và sử dụng chúng làm các khoản thế chấp đi vay. Cuối cùng, các tài sản này sẽ được bán ra công chúng; sự bất ổn về giá của chúng sẽ làm giảm giá các tài sản khác.

Tương tự là tình trạng khó khăn về tài chính xảy ra ở Tokyo trong một thời gian dài vào thập niên 1990; mọi đánh giá dựa theo bất kỳ mô hình “điều chỉnh giá trị thị trường” đều đưa ra kết luận rằng hầu hết các ngân hàng lớn ở Nhật Bản rơi vào cảnh phá sản, song hiện tượng người gửi tiền ồ ạt đi rút tiền tại các ngân hàng chưa diễn ra là do họ tin sẽ nhận được sự hỗ trợ toàn bộ từ phía chính phủ nếu các ngân hàng này đóng cửa. Những chính sách của chính phủ Nhật Bản dành cho các tổ chức bị sụp đổ này là một nguyên nhân gây ra tình trạng khó khăn: chính phủ sẽ đóng cửa các ngân hàng bị sụp đổ này hay hỗ trợ vốn để vực chúng dậy?

Giá cổ phiếu giảm mạnh vào thứ Hai ngày 19/10/1987 được xem như một sự hiệu chỉnh chứ không phải là sự hoảng loạn bởi nó không lan truyền sang các thị trường của Mỹ, mặc dù sự sụt giảm mạnh diễn ra đồng loạt ở hầu hết các thị trường cổ phiếu Mỹ (trường hợp ngoại lệ là Tokyo). Tình trạng khó khăn kéo dài một vài tuần, trong khi các nhà đầu tư chờ đợi xem liệu giá cổ phiếu giảm có gây ra những tác động mạnh đối với các thị trường khác hay không.

Sự sụp đổ của quỹ đầu cơ LTCM vào mùa hè năm 1998 diễn ra cùng thời điểm với sự sụp đổ của các tổ chức tài chính ở Nga; thảm họa đang treo lơ lửng trên đầu nước Nga gây ra những thay đổi trong mối quan hệ giữa tỷ lệ lãi suất và lợi nhuận, đây cũng là nguyên nhân chính đẩy LTCM đến bờ sụp đổ. Mặc dù LTCM là một quỹ dự phòng rủi ro, nhưng thực tế đó là một ngân hàng thiếu sự kiểm soát. LTCM được xem như một tổ chức tài chính “rất thông minh”; các nhà quản lý cấp cao của quỹ này đã nhận được hai giải Nobel. Quỹ có số vốn 5 tỷ đô-la và nợ chiếm 125 tỷ đô-la, do vậy đòn bẩy tài chính ở đây cao hơn nhiều so với các ngân hàng truyền thống và đa số các quỹ dự phòng khác. Hơn nữa, LTCM có hàng chục tỷ đô-la nằm trong các hợp đồng phái sinh như hợp đồng tương lai và các quyền chọn mà đôi lúc lại được coi như các khoản dự phòng hay bù đắp cho tài sản và nợ của quỹ này. Trong những năm đầu, LTCM được coi là máy sản xuất tiền, cực kỳ khéo léo tận dụng những khoản chênh lệch nhỏ về giá của các loại tài sản tương tự nhau. Ví dụ, loại trái phiếu 30 năm của Kho bạc Mỹ được giao dịch rộng rãi nhưng loại trái phiếu 29 năm thì không, do vậy tỷ lệ lãi suất của trái phiếu 29 năm cao hơn so với tỷ lệ lãi suất của trái phiếu 30 năm vì trái phiếu 29 năm có tính thanh khoản kém hơn. Do vậy, LTCM sẽ mua hàng trăm triệu đô-la loại trái phiếu 29 năm, bán trước thời hạn với số lượng gần bằng với trái phiếu 30 năm và thu lợi nhuận từ sự chênh lệch tỷ lệ lãi suất. Lợi nhuận thu được từ sự chênh lệch tỷ lệ lãi suất của trái phiếu có kỳ hạn 29 năm và trái phiếu có kỳ hạn 30 năm khá khiêm tốn, song kết quả từ số lượng các trái phiếu và khoản tiền hàng trăm triệu đô-la thì rất lớn.

Một số ngân hàng quan trọng vốn là các tổ chức cho vay lớn của LTCM có ý định bắt chước một vài danh mục đầu tư của nó. Vị thế của LTCM và các ngân hàng trong một vài mã cổ phiếu có ảnh hưởng lớn đến thị trường cổ phiếu này.

Mùa xuân năm 1998, LTCM đạt vị thế trong việc dự phòng trái phiếu trên các thị trường mới nổi bằng cách bán trước kỳ hạn các trái phiếu Kho bạc Mỹ. Khi các nhà đầu tư hiểu rõ hơn về tương lai tài chính của nước Nga, giá trái phiếu trên các thị trường mới nổi giảm và hiệu ứng lan truyền xuất hiện. Cục Dự trữ Liên bang đưa ra giải pháp là giảm bớt lượng tiền và giá trái phiếu Kho bạc Mỹ tăng. LTCM đã gánh chịu thua lỗ, đi đầu này làm suy

giảm nguồn vốn. Khi giá trái phiếu ở các thị trường mới nổi giảm, LTCM đứng giữa hai sự lựa chọn khó khăn; nếu bán cổ phiếu cá nhân, giá sẽ giảm hơn nữa và giá trị tài sản ròng thậm chí còn giảm mạnh hơn.

Cục Dự trữ Liên bang lo lắng rằng nếu LTCM thất bại, một thời kỳ bất ổn lớn sẽ kéo dài – tình trạng khó khăn – trong thị trường vốn mặc dù vị thế của nó chưa bị ảnh hưởng sẽ giảm và giá trái phiếu cũng sẽ giảm tiếp. FED đã sử dụng “cơ bắp” của mình – nói chính xác hơn là mối đe dọa đi đầu tiết – lôi kéo các ngân hàng quan trọng cho LTCM vay để đầu tư vào LTCM và các ngân hàng, sau đó mua 90% quyền sở hữu của quỹ này.

Sự sụp đổ hay hoảng loạn diễn ra sau tình trạng khó khăn về tài chính chỉ kéo dài trong một thời gian ngắn, có thể tính theo tuần, hay trì hoãn trong vài năm. Hệ thống của nhà kinh tế John Law đã lên mức đỉnh vào tháng 12/1719 và sụp đổ vào tháng 5/1720 – năm hay sáu tháng kể từ khi thời kỳ huy hoàng xuất hiện đến thời kỳ thảm họa ập đến. Trong Bong bóng South Sea năm 1720, sự điên cuồng thể hiện rõ nhất vào cuối tháng 4, một vết đục xuất hiện trên thị trường vào tháng 8 và sụp đổ xuất hiện vào những ngày đầu tháng 12. Năm 1763, tình trạng khó khăn tăng ở mức độ cao hơn vào tháng 3, trong khi cuộc khủng hoảng thật sự đã xuất hiện sớm hơn trước thất bại của ngân hàng DeNeufville ở Amsterdam vào tháng 7. Năm 1772, Ngân hàng Anh đã tăng tỷ lệ chiết khấu vào đầu năm; Ngân hàng Ayr giảm hoạt động vào tháng 5, nhưng tất cả đã quá muộn. Fordyce đã bỏ trốn vào ngày 22/6; tình trạng khó khăn tiếp diễn ở Amsterdam kéo dài cho đến vụ sụp đổ Clifford & Co. vào tháng 12.

Thời điểm diễn ra các cuộc khủng hoảng từ năm 1789 đến năm 1815 được quyết định bởi các sự kiện mang tính khai huy ền của các cá nhân, trong đó có vụ chém đầu Vua Louis XVI vào tháng 1/1793, quân đội Pháp đặt chân lên Fishguard – thành phố ven biển của xứ Wales – vào tháng 2/1797, và sự phong tỏa lục địa vào năm 1799. Những giai đoạn khó khăn này kéo dài trong một thời gian ngắn vì sự hoảng loạn rõ ràng nằm ngay gần kề. Năm 1809-1810, việc thắt chặt vấn đề phong tỏa lục địa gặp thất bại và việc xuất khẩu sang Brazil vượt quá khả năng. Áp lực tăng dần từ giữa năm 1809, sau đó tăng mạnh dần từ giữa năm 1810, đến đỉnh phá sản vào tháng 1/1811.

Việc kêu gọi thanh toán tiền cho cổ phiếu đường sắt vào tháng 1/1847 gây nên tình trạng khó khăn trong hoạt động đầu cơ thóc lúa, lên mức đỉnh vào tháng 5, sụp đổ vào tháng 8 và dẫn tới sự hoảng loạn vào tháng 11. Cuộc khủng hoảng năm 1866 là một sự trì hoãn của vụ sụp đổ giá bông năm 1864 vào năm đó cả nước Pháp đã phải sống trong sự hoảng loạn. Nước Anh có hai “khoảnh khắc đầy nguy kịch” vào năm 1864. Giải pháp của nước Anh là lưu tâm đến sự mở rộng đầu cơ – vốn có ảnh hưởng đến các tổ chức cho vay chiết khấu và bắt đầu từ năm trước, đồng thời hàng loạt doanh nghiệp đi theo mô hình của công ty Credit Mobilier và đang sử dụng vốn huy động được từ việc phát hành cổ phiếu mới để mua lại các cổ phiếu của mình nhằm thổi thêm sinh khí cho các nhà đầu tư. W. T. C. King viết rằng Albert Gottheimer đã sử dụng tên Albert Grant để truyền đi sức mạnh của tổ chức Credit Foncier và Mobilier ở Anh, mà cuối cùng đã thu được khoản thù lao cần thiết, hay đúng hơn là khoản vốn trị giá 1 triệu bảng Anh. Sự chuyển đổi từ tổ chức cho vay chiết khấu của Overend, Gurney & Co. thành công ty đại chúng vào tháng 7/1865 ở thời kỳ đỉnh điểm của sự bùng nổ và “cuộc đua cổ tức” dẫn tới khoản lãi 100% trên thị trường cổ phiếu vào tháng 10. Ngân hàng Anh phản ứng bằng cách tăng tỷ lệ chiết khấu từ 3% lên 7%; vụ sụp đổ chưa diễn ra cho đến tháng 5/1866. Tình trạng khó khăn ở Anh kéo dài bảy tháng, từ tháng 10/1865 đến tháng 5/1866, trong khi thời kỳ khó khăn ở Pháp kéo dài gần 30 tháng.

Thời kỳ khó khăn về tài chính, khủng hoảng và hoảng loạn (ở Mỹ) diễn ra vào mùa thu khi các ngân hàng miền Tây rút các khoản tiền lớn từ miền Đông để trả chi phí vận chuyển ngũ cốc. Cầu tín dụng lên đến mức đỉnh vào mùa thu khi các nhà buôn ngũ cốc cần tiền thanh toán cho nông dân. Sprague nhận định rằng cuộc khủng hoảng năm 1873 không phải là một trường hợp ngoại lệ. Mọi người đều biết rõ sự khan hiếm tiền theo mùa, do đó một câu hỏi khó trả lời là tại sao đi đầu đó lại gây ngạc nhiên. “Sự khan hiếm quá mức” về tiền từ tháng 12/1872 đến tháng 5/1873 khiến các dự án xây dựng đường sắt phải vay tiền ngắn hạn hơn là phát hành trái phiếu, mà đi đầu này cũng có thể được coi là một dấu hiệu của tình trạng khó khăn, và sau đó sự khó khăn theo mùa đã gây ra vụ sụp đổ.

Tình trạng khó khăn có thể tiếp diễn hay dao động theo nhịp của nó. Vụ sụp đổ của Union Générale vào tháng 1/1882 được báo trước với ba thời kỳ

khó khăn khác nhau, vào tháng 7, 10 và 12 năm 1881. Sự hoảng loạn vào tháng 10/1907 là đi đầu có thể dự đoán (mặc dù Sprague chỉ ra rằng không thể dự đoán khoảng thời gian chính xác) và được báo trước bởi “sự hoảng loạn của người giàu có” vào tháng 3 khi cổ phiếu của Union Pacific – mạng lưới xe lửa lớn nhất của Mỹ, một loại cổ phiếu được sử dụng rộng rãi làm thế chấp cho các nghiệp vụ hóa đơn tài chính, giảm 50 điểm. Các thị trường hồi phục từ ngọn gió này và từ thất bại trong việc chào bán trái phiếu của thành phố New York vào tháng 6 (chỉ thu được 2 triệu đô-la trong khi giá chào bán là 29 đô-la, chiếm 4% số trái phiếu), từ sự sụp đổ của thị trường đồng vào tháng 7 và từ khoản tiền phạt 29 triệu đô-la vì phá vỡ luật chống độc quyền vào tháng 10. Năm 1929, tình trạng khó khăn kéo dài từ tháng 6 đến tận cuối cùng của tháng 10.

Tình trạng khó khăn về tài chính ở Nhật Bản bắt đầu vào đầu thập niên 1990, kéo dài suốt thập niên đó và tiếp diễn ở giai đoạn tiếp theo. Các hãng công nghiệp của Nhật rất ngần ngại trong việc sa thải nhân viên và tìm ra các phương thức đi đầu chỉnh chi phí cần thiết nhằm giảm chi phí thấp hơn mức doanh thu hiện tại; cách đây 40 năm, các doanh nghiệp này có thể dựa dẫm vào các ngân hàng để vay tiền và nhờ tài trợ cho các khoản thua lỗ và đầu tư của mình. Các ngân hàng của Nhật cũng hết sức ngần ngại trong việc tạm ngừng các khoản cho vay mới, thậm chí với các doanh nghiệp được xem như là phá sản theo đánh giá từ mô hình được “đi đầu chỉnh theo giá của thị trường”; và các cơ quan đi đầu tiết kiệm đóng cửa các ngân hàng đang lâm vào cảnh phá sản. Theo truyền thống, vấn đề rủi ro trong thua lỗ tài chính ở Nhật đã được “xã hội hóa”; xã hội thích phân phối các khoản thua lỗ này cho nhóm những người nộp thuế hơn là đưa ra các chi phí đi đầu chỉnh liên quan đến nhân viên của các doanh nghiệp đang bên bờ phá sản.

Argentina đã sống trong tình trạng khó khăn suốt một thời gian dài, vào cuối thập niên 1990 và năm 2000, trước khi đồng nội tệ sụp đổ vào tháng 1/2001. Cuối thập niên 1980, Argentina đã chịu đựng hai năm siêu lạm phát. Chính phủ mới dưới sự lãnh đạo của Tổng thống Carlos Menem đã đưa ra chính sách quy đổi một đồng peso Argentina lấy một đô-la Mỹ; đồng thời, Argentina thành lập một ban phụ trách về tiền tệ, đi đầu đó có nghĩa là ngân hàng trung ương của nước này sẽ tăng cung về các khoản nợ

tính theo đồng peso chỉ khi số lượng đồng đô-la họ nắm giữ tăng lên – đã tuân thủ một giới hạn nghiêm ngặt theo học thuyết của trường phái tiền tệ. Trong thập niên 1990, doanh thu từ thuế của chính phủ Argentina thấp hơn chi phí của nước này, khoản chi phí lớn hơn doanh thu từ thuế đến từ một phần hóa đơn của các tổ chức tư nhân và một phần từ các khoản vay chính phủ. Siêu lạm phát trong thập niên 1980 đã làm giảm mạnh giá trị thực các khoản nợ của chính phủ Argentina, do vậy các nhà đầu tư mua trái phiếu chính phủ Argentina tính theo đô-la vì họ cho rằng chính phủ này sẽ phải gánh chịu rủi ro tín dụng khá lớn. Khi chỉ số nợ chính phủ Argentina trên GDP tăng, tỷ lệ lãi suất chính phủ trả cho trái phiếu mới phát hành tăng. Sự suy thoái diễn ra ở Argentina vào cuối thập niên, một phần là vì đồng đô-la Mỹ (mà đồng peso được quy đổi theo) đang giảm giá; thâm hụt tài chính của Argentina tăng khi các khoản thu từ thuế giảm so với chi phí. Tình hình suy thoái của Argentina trở nên trầm trọng khi Brazil gây tác động vào tháng 1/1998. Brazil là một đối tác thương mại chính của Argentina. Vấn đề liên quan đến chính sách là liệu Argentina có thể giảm các khoản thâm hụt tài chính trong khi vẫn phải duy trì chính sách ngang giá được thiết lập từ trước: một peso Argentina lấy một đô-la Mỹ. (Trước đó, người Argentina không có quy định nộp thuế, do vậy tỷ lệ thuế có xu hướng cao và số tiền thu được từ thuế thấp, trong khi lương chính phủ có xu hướng cao và kết quả hoạt động của các quan chức chính phủ lại thấp). Những nỗ lực tăng thuế và cắt giảm chi phí của chính phủ dẫn đến hàng loạt vấn đề liên quan đến chính trị; người dân Argentina lưỡng lự nộp thêm thuế khi nền kinh tế đang đi xuống. Đất nước đang dần bước tới thảm họa. Cuối cùng, đồng tiền peso bị mất giá và chính phủ Argentina không thể thanh toán các khoản nợ.

Giả sử các quan chức phụ trách vấn đề tiền tệ thắt chặt tín dụng để tăng chi phí đầu cơ. Khi các thị trường hàng hóa và tài sản chuyển động theo cùng một hướng, tăng hay giảm, chính sách tiền tệ nên đưa ra định hướng rõ ràng. Nhưng khi giá cổ phiếu, bất động sản hay cả hai tăng trong khi giá hàng hóa ổn định hay giảm, các nhà chức trách bị đặt vào tình thế tiến thoái lưỡng nan. Vào thập niên 1920, Cục Dự trữ Liên bang đối mặt với tình thế này; Chủ tịch Benjamin Strong không ngừng trăn trở làm sao đưa ra chính sách phù hợp vào năm 1925 và sau đó là vào năm 1927. Thế khó xử ở đây là các nhà hoạch định chính sách không thể “dùng một mũi tên bắn trúng

hai đích”, hay chính xác hơn, họ không thể đạt được hai mục tiêu chính sách chỉ với một công cụ. Các nhà chức trách Nhật Bản gặp phải vấn đề này trong thị trường bất động sản vào cuối thập niên 1980; giá nhà tăng ở mức mà chỉ những người có khoản thế chấp lớn mới có thể mua được. Nhưng mặt khác, bất kỳ chính sách thắt chặt tín dụng nào nhằm kìm chế cơn bùng nổ bất động sản chắc chắn sẽ kìm hãm đáng kể quá trình mở rộng kinh tế.

Chủ tịch Greenspan lo lắng rằng giá cổ phiếu Mỹ đã lên mức quá cao hay tăng quá mạnh khi ông đưa ra lời nhận xét về “sự bất hợp lý lan truyền khắp nơi” vào tháng 12/1996. FED cũng ngần ngại tăng tỷ lệ lãi suất nhằm kìm hãm giá cổ phiếu tăng do những tác động tiêu cực vào sự tăng trưởng kinh tế và vấn đề việc làm. Năm 1999, FED lo lắng (ám ảnh???) về sự cố Y2K – vấn đề liên quan đến sai sót về thời gian và ngày tháng do chương trình máy tính gây ra, có thể khiến hệ thống máy tính của Mỹ sụp đổ bởi có quá nhiều chương trình phần mềm không được thiết kế cho thời kỳ chuyển tiếp năm 2000. Trong một vài tháng gần đây, FED đã cung cấp cho hệ thống tài tiền tệ một lượng tài tiền lớn nhằm chặn đứng bất kỳ vấn đề nào liên quan đến quá trình chuyển giao thiên niên kỷ, do vậy nó đã tiếp sức cho hiện tượng đầu cơ trên thị trường cổ phiếu.

Sự tấn công của cuộc khủng hoảng

Những sinh viên ngành logic học đã thảo luận về quả pháo âm được ném từ A sang B, từ B sang C, từ C sang D và cứ thế, chỉ nổ sau khi Y ném vào mặt của Z. Ai có lỗi ở đây? A, causa remota (nguyên nhân sâu xa)? Hay Y, causa proxima (nguyên nhân tức thời)? Causa remota của bất kỳ một cuộc khủng hoảng nào là sự mở rộng tín dụng và sự đầu cơ, trong khi causa proxima là một sự cố nào đó hủy hoại niềm tin vào hệ thống và lôi kéo các nhà đầu tư bán hàng hóa, cổ phiếu, bất động sản, hối phiếu hay giấy nợ và giữ tài tiền mặt nhiều hơn. Causa proxima có thể là đi đâu gì đó thông thường: sự phá sản, tự sát, bỏ chạy, phát hiện ra các vụ gian lận, từ chối cho một vài người vay, hay một thay đổi nào đó trong quan điểm khiến người tham gia thị trường trong thời gian dài sẽ bán tất cả tài sản họ có. Giá giảm. Sự kỳ vọng khá dè dặt. Chiều hướng đi xuống của giá ngày càng nhanh. Đến một giới hạn mà các nhà đầu tư sử dụng tài tiền đi vay để mua cổ phiếu và giá bất

động sản giảm, chắc chắn sẽ dẫn tới việc kêu gọi thêm số dư hay tiền mặt và cố bán tháo cổ phiếu, bất động sản. Khi giá giảm hơn nữa, lỗ từ các khoản vay ngân hàng sẽ tăng và một hay nhiều tổ chức buôn bán, ngân hàng, tổ chức cho vay chiết khấu hay tổ chức môi giới sẽ sụp đổ. Hệ thống tín dụng dường như lung lay, và một cuộc chạy đua về thanh khoản diễn ra.

Việc xác định những người bán đầu tiên là rất khó khăn. Các học thuyết âm mưu nổi lên. Có thể lựa chọn các nhà đầu cơ giá xuống như Joseph P. Kennedy, Bernard Baruch vào năm 1929; hiệp hội những người theo đạo Tin Lành - Do Thái hoạt động cho Eugène Bontoux năm 1882; hay Thomas Guy, người đã bán được 54 nghìn bảng Anh cổ phiếu South Sea trong hơn sáu tuần từ tháng 4 đến tháng 6/1720, không bao giờ bán mỗi lần hơn 1 nghìn bảng. (Anh ta đã sử dụng vận may này để cấp vốn cho Guy's Hospital ở London, “ký ức tốt đẹp nhất về Bong bóng”).

Vài người bán ra. Đôi lúc là người nước ngoài. Chẳng hạn, năm 1847, người Pháp tăng thặng dư lúa mì và bán lượng tăng này sang cho người Anh vào tháng 6 và 7 với giá thấp hơn nhiều so với giá thị trường hiện tại, giảm từ 96 si-linh xuống còn 56 si-linh một góc tạ (1 góc tạ bằng 12,7 kg), từ đó khiến hàng loạt thương nhân buôn ngũ cốc rơi vào vòng phá sản. Câu chuyện không mấy thuyết phục. Giá lúa mì tăng từ 46 si-linh vào tháng 8/1846 lên 93 si-linh vào tháng 5/1847 do mưa bão lớn đã phá hỏng các vụ mùa và dịch bệnh liên quan đến khoai tây ở Ireland và lục địa châu Âu. Giá giảm vào tháng 7/1847 khi điều kiện thời tiết thuận lợi và có triển vọng về một mùa bội thu. Nhập khẩu lúa mì và bột mì tăng từ 2,3 triệu góc tạ vào năm 1846 lên 4,4 triệu vào năm 1847, được hỗ trợ bởi sự bãi bỏ Luật ngũ cốc; 70 nghìn góc tạ là một phần nhỏ so với tổng số này. Năm 1846, sản lượng lúa mì của Pháp thấp nhất trong một thế kỷ trở lại đây (vấn đề trở nên trầm trọng hơn khi vụ mùa khoai tây thất thu); năm 1847 là vụ mùa lớn nhất trong vòng một trăm năm trở lại đây. Nhưng điều kiện không thay đổi, và hiện tượng đầu cơ thái quá lúa mì ở Anh xuất hiện.

Một quan điểm cho rằng cuộc khủng hoảng Baring năm 1890 được châm ngòi từ việc Đức bán trái phiếu của Argentina. Các nhà đầu tư Đức ngừng mua trái phiếu này hai năm trước do tình hình khó khăn nói chung, hay do họ lo lắng về tình hình bất ổn của giá đồng nội tệ Argentina trên thị trường

ngoại hối, hay do cơn bùng nổ trong nước dẫn đến việc bán trái phiếu các nước khác, bao gồm cả trái phiếu của Nga. Việc Đức bán trái phiếu của Argentina đã gây ra tình trạng khó khăn chứ không phải là khủng hoảng, vì sau đó các nhà đầu tư Anh đã mua một số lượng lớn trái phiếu của Argentina với trị giá hơn 200 triệu bảng Anh. Tháng 11/1888, việc chào bán của Công ty Buenos Aires Drainage và Waterworks với trị giá 3,5 triệu bảng Anh thất bại, Baring buộc phải cho Argentina vay qua tín dụng chấp nhận. Giảm giá các mặt hàng chính yếu vào năm 1890 có nghĩa là chính phủ Argentina không có đủ tiền chi trả các khoản vay khi đáo hạn. Cuộc khủng hoảng Baring vào tháng 11/1890, sau hai năm vật lộn trong tình trạng khó khăn, là kết quả từ lời cảnh báo của Ngân hàng Anh dành cho Baring Brothers nhằm hạn chế mức độ chấp thuận (khoảng 30 triệu bảng Anh vào mùa hè năm 1890), từ cuộc khủng hoảng ở New York vào tháng 10, và từ thời kỳ đáo hạn của các tín dụng chấp nhận trị giá 4 triệu bảng Anh vào tháng 11, khi Baring không thể tiếp tục bán cổ phiếu đã được mua theo hình thức bảo lãnh hay vay ngắn hạn.

Những thông tin mới có thể gây ra sự sụp đổ, khi mọi người biết rằng đường sắt Paris-Lyons-Marseilles chỉ còn giá 300 triệu frăng, thay vì 200 triệu theo kế hoạch ban đầu. Causa remota, và quan trọng hơn nữa, là khoản thâm hụt lớn về cán cân thanh toán – kết quả từ việc nhập khẩu rộng khắp các nguyên liệu xây dựng đường sắt, đặc biệt là vụ mùa thất thu năm 1846 diễn ra sau vụ dư thừa năm 1873. Cải cách Granger đã góp phần đẩy nhanh vụ sụp đổ tại Mỹ vào năm 1873. Vào cuối thập niên 1860 và đầu thập niên 1870, các nhà cải cách Granger, bắt đầu tham gia với vai trò các nhà hoạt động xã hội về lập pháp sẽ kiểm soát hoạt động vận chuyển trong phạm vi tiểu bang bằng cách ngăn cấm các chính sách phân biệt đối xử, thành lập các ủy ban điều tiết và đưa ra các mức cước phí vận chuyển tối đa. Một số lượng lớn chứng khoán đường sắt được bán chịu – trong đó có một số lượng lớn các doanh nghiệp “vô dụng và lỗ bịch” như Rockford, Rock Island và St Louis line đã được bán theo mệnh giá và sau đó giảm xuống sáu xu đối với một đô-la, do vậy triển vọng kiểm soát các mức cước phí vận chuyển trong phạm vi tiểu bang đã đặt dấu chấm hết cho sự lạc quan và thúc đẩy việc trao đổi mua bán, và sau đó là quá trình bán tháo các trái phiếu này.

Một ngòi nổ “tình cờ” của một cuộc khủng hoảng là vụ chìm tàu. Năm 1799, khi tỷ lệ lãi suất dao động từ 12-14% và giá đường thấp hơn 35% so với mức đỉnh trước, các thương nhân Anh đã chuyển 1 triệu bảng Anh trên con tàu Lutine đến Texel với nỗ lực trợ giúp cho cuộc khủng hoảng Amsterdam. Con tàu bị cơn bão đánh chìm trên vùng biển Hà Lan và hy vọng xoa dịu cuộc khủng hoảng đã tan theo mây khói. Trong cuộc khủng hoảng năm 1857, ở New York có thông tin rằng con tàu chạy bằng hơi nước Central America chở một lượng vàng trị giá 2 triệu đô-la, đi từ Panama hướng về New York, đã đến quá chậm vào thời điểm Philadelphia, Cincinnati và Chicago đang trong tình trạng khó khăn. Hai ngày sau, có thông tin là con tàu đã bị chìm, tổn thất nặng nề về người và hàng hóa, không có bảo hiểm.

Một tai nạn có thể thúc đẩy cuộc khủng hoảng diễn ra, nhưng có quá nhiều giải pháp đưa ra nhằm ngăn chặn nó, hay có quá nhiều nhà chức trách áp dụng các biện pháp nhằm đạt được mục tiêu đề ra. H. S. Foxwell đã phân tích kỹ lưỡng vấn đề này trong cuộc khủng hoảng năm 1808-1809:

Bỏ qua hoàn toàn chính sách đi đầu tiết thường là một đi đầu hết sức nguy hiểm. Những tham khảo cá nhân được coi là hành động xúc phạm, đặc biệt là đối với Ngân hàng Quốc gia. Một vấn đề có thể xảy ra là Ngân hàng có lẽ dùng các biện pháp được sử dụng trong năm 1795-1796, nghĩa là đưa ra hình thức chiết khấu theo tỷ lệ... [Để thu hẹp việc lưu hành tiền tệ] nó sẽ gây nên sức ép lớn cho thị trường và nguy cơ xảy ra hoảng loạn... Ngân hàng này có trách nhiệm về vấn đề thanh khoản cho các nhóm các tổ chức nhỏ, quản lý tài này [các ngân hàng trong nước], nhưng không dám liêu lĩnh khiêu khích sự sụp đổ tín dụng chung.

Foxwell đã nêu ngắn gọn về một tình thế tiến thoái lưỡng nan. Không áp dụng các quy định sẽ khiến thị trường tín dụng rơi vào cấp độ nguy hiểm; còn nếu áp dụng các quy định, nó có thể châm thủng bong bóng và kéo theo sự sụp đổ.

CÚ CHÂM BẰNG ĐINH GHIM

Bản chất của bong bóng là cuối cùng nó sẽ bị châm thủng, sau đó không khí thoát ra ngoài rất nhanh. Bong bóng giá bất động sản và cổ phiếu ở Nhật bị châm thủng do vị thống đốc mới của Ngân hàng Nhật Bản tiếp quản đầu năm 1990 đã chỉ thị các ngân hàng hạn chế mức tăng trưởng của các khoản vay bất động sản so với tổng các khoản vay, trong khi mọi người kỳ vọng nó sẽ tăng với tỷ lệ 5-6%/năm. Giảm tỷ lệ tăng trưởng của các khoản vay bất động sản có nghĩa là một vài cá nhân và doanh nghiệp đã dùng toàn bộ tiền để mua bất động sản sẽ không thể vay các khoản mới để trả lãi cho các khoản vay cũ, do vậy họ buộc phải bán bất động sản của mình để có tiền. Nhưng nếu không có chỉ thị này thì một sự kiện nào đó sẽ châm bong bóng nổ.

Năm 2000, Cục Dự trữ Liên bang đã châm thủng bong bóng giá cổ phiếu Mỹ vào cuối thập niên 1990 khi tổ chức này rút lại một lượng tiền đã đổ vào hệ thống tài chính trong sáu tháng trước, với dự đoán về sự cố Y2K – và tin rằng hệ thống máy tính sẽ sụp đổ vì một số máy tính thiếu các mã số phù hợp. Hướng đi của FED là đi đầu chỉnh dựa theo các vấn đề được dự đoán bằng cách tăng tính thanh khoản cho hệ thống. Vì vậy, khi gần đến cuối năm 1999, FED bắt đầu tiến hành. Tiền phải đến một nơi nào đó, và một lượng trong số đó sẽ đẩy giá cổ phiếu tăng. Một thiên niên kỷ không có thảm họa và tính thanh khoản vẫn được duy trì sẽ dẫn tới tỷ lệ lãi suất tăng.

Năm 1997, bong bóng ở nhiều quốc gia châu Á đã nổ tung do “hiệu ứng lan truyền”. Đồng bạc Thái Lan mất giá vào ngày 2/7/1997 giống như một lời kêu gọi thúc giục; mỗi quốc gia (ngoại trừ Đài Loan và Singapore) phải gánh chịu các khoản thâm hụt thương mại vốn là các khoản tiền được vay từ nước ngoài. Các doanh nghiệp châu Á háo hức vay đô-la vì tỷ lệ lãi suất thường thấp hơn nhiều so với tỷ lệ lãi suất của các khoản vay bằng đồng nội tệ. Khi đồng bạc bị mất giá, các chủ cho vay nước ngoài nhận ra rằng các quốc gia châu Á không còn khả năng duy trì giá trị đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối nếu họ không thể tiếp tục vay tiền từ nước ngoài. Do vậy, dòng vốn vào suy giảm và lời tiên tri cho việc hoàn thành ước nguyện của họ đã được mở màn.

Các chính sách được đưa ra nhằm đối phó với khủng hoảng thường rất chậm trễ. Tăng tỷ lệ chiết khấu trong bối cảnh ngu ần ti ền nước ngoài cạn kiệt có thể dẫn tới tăng các khoản ti ền lãi. Tăng tỷ lệ chiết khấu của Ngân hàng Anh lên 10% có thể “kéo vàng từ mặt trắng”, nhưng bao lâu thì đi ều này mới xảy ra? Vấn đề này được đưa ra tranh luận giữa trường phái ti ền tệ và trường phái ngân hàng, trong bối cảnh Đạo luật Ngân hàng năm 1844 ra đời và yêu cầu cần đình chỉ Đạo luật này cũng như ủng hộ thiết lập một người cho vay cuối cùng. Vào năm 1825 và 1836, hoạt động đi ều cơ trong bối cảnh cơn bùng nổ đã dẫn tới một dòng vàng đi ra và tình trạng khó khăn v ề tài chính. Theo một lời diễn giải, cơn bùng nổ đã bị ngừng lại trước khi Ngân hàng Anh chậm trễ trong việc tăng tỷ lệ chiết khấu với nỗ lực giảm các khoản nợ; do vậy, sự kết hợp giữa tín dụng bị hạn chế và giá hàng hóa giảm đã gây ra khủng hoảng, khiến các ngân hàng tăng lượng dự trữ và hạ tỷ lệ lãi suất. Trường phái ngân hàng tin rằng tăng tỷ lệ chiết khấu sẽ kìm hãm sự khan hiếm ti ền kim loại và tạo ra các dòng ti ền lãi ngay lập tức. Ngược lại, trường phái ti ền tệ có hai hướng; một quan điểm của Lord Overstone tin rằng sẽ có một dòng ti ền lãi ngay lập tức và một dòng khác, đi ồng thời sẽ có sự chậm trễ trong việc thay đổi lãi suất ngân hàng, do vậy người cho vay cuối cùng sẽ được yêu cầu che lấp khoảng trống đó.

Hawtrey đã chỉ ra một sự chậm trễ liên quan đến các ngân hàng thương mại và sự kiệt quệ bên trong, dựa vào các phần đơn hàng chưa thực hiện được:

Các chủ ngân hàng đã đưa ra những bước đi phù hợp, nhưng gây ra hoảng loạn, bởi họ bước đi quá chậm chạp: họ có lẽ thật sự chế ngự được những nguy cơ ti ền ảm... tạm ngừng các khoản vay mới... nhưng c ần tín dụng và sự cạn kiệt ti ền mặt có lẽ vẫn không ngớt. Kết quả dẫn tới tình trạng hoảng loạn của các chủ ngân hàng, họ không nhận ra nguyên nhân tại sao các phương pháp họ sử dụng lại không đạt hiệu quả [việc loại bỏ hết các phần đơn hàng chưa thực hiện được], tuyệt vọng trong việc tự cứu mình thoát khỏi đồng đ ổ vỡ này, đòi lại các khoản vay hiện tại – bất chấp sự hoang mang của những người đi vay, và gây ra hàng loạt các vụ phá sản giữa các ngân hàng và các khách hàng của họ.

Thực tế là không có quy tắc vàng nào để giữ quá trình mở rộng tín dụng trong giới hạn cho phép.

Ngoài sự chậm trễ và những sai lầm trong chính sách chiết khấu, các nhà chức trách có thể đã châm ngòi cho sự hoảng loạn bằng hành động bất hợp lý trong thời kỳ đầu của tình trạng khó khăn. Mùa hè năm 1836, các tổ chức của Mỹ đã rút hết tín dụng tại các ngân hàng cổ phần Anh, Ngân hàng Anh từ chối chiết khấu bất cứ hóa đơn nào có tên của một ngân hàng cổ phần và đặc biệt chỉ thị ngân hàng đại lý Liverpool không tái chiết khấu bất cứ giấy tờ nào có tên ba ngân hàng được gọi là “W banks” (Wiggins, Wildes và Wilson) nằm trong số bảy ngân hàng của Mỹ ở Anh, một hành động “dường như là đòn trả đũa” và sự hoảng loạn xảy ra ngay lập tức. Ngân hàng Anh phải thay đổi hoàn toàn về các chính sách đêra. Ngân hàng này đã có những cuộc thảo luận kéo dài với nhóm “W banks” vào tháng 10, họ nhận được các hạn mức chiết khấu trong quý đầu của năm 1837, nhưng cũng không thể tránh được sự sụp đổ vào tháng 6 năm đó. Ngân hàng đã có các biện pháp ngăn lại lượng tín dụng quá lớn ngày càng được mở rộng. Nhưng tín dụng thì rất dễ đổ vỡ; sự kỳ vọng có thể nhanh chóng thay đổi.

Sự hoảng loạn thể hiện ở tình trạng những người gửi tiền đua nhau đến ngân hàng rút tiền thường được bắt đầu từ những người gửi tiền nhỏ lẻ, giống như sự kiện diễn ra vào thập niên 1980 ở Ohio, Maryland và Đảo Rhode, khi một số ngân hàng thuộc các bang ở đây đã không tham gia bảo hiểm tại Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) vì chương trình bảo hiểm tại các bang có mức phí thấp hơn. (Tất cả các ngân hàng liên bang và tổ chức tiết kiệm yêu cầu phải tham gia các chương trình bảo hiểm tiền gửi của chính quyền liên bang). Ngược lại, sự hoảng loạn trên thị trường cổ phiếu bắt nguồn từ việc những kẻ đầu cơ tay trong hay các nhà đầu tư thuộc các tổ chức như quỹ tương hỗ, quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm, có lẽ theo những mô hình riêng biệt dành cho các giao dịch khác nhau, bán cổ phiếu. Sự kiện hàng loạt người gửi tiền đổ xô đến rút tiền tại Ngân hàng Quốc gia Franklin đã bị châm ngòi từ các ngân hàng khác, đặc biệt các ngân hàng lớn ở New York từ chối chấp nhận các hợp đồng kỳ hạn trên thị trường ngoại hối của Franklin hay cho các quỹ liên bang vay, hay mua các hợp đồng mua lại của Franklin, chưa kể đến tỷ lệ lãi suất phản ánh mối ngờ vực lớn. Tương tự, việc hàng loạt người đổ xô rút tiền

tại Ngân hàng Continental Illinois năm 1984 là do các ngân hàng khác ngần ngại gia hạn tiếp các khoản vay đã đáo hạn trên thị trường tiền quỹ liên bang và thị trường tiền gửi quốc tế. Những người gửi tiền nhỏ lẻ được chương trình bảo hiểm tiền gửi ở FDIC bảo vệ. Và trong sự tan chảy của thị trường cổ phiếu tháng 10/1987, nhóm các quỹ đầu tư Fidelity ở Boston đã bán một lượng cổ phiếu lớn trên thị trường London trước khi Sở Giao dịch Chứng khoán New York mở giao dịch vào thế kỷ XIX. Các đơn hàng này được chuyển về New York, nơi họ đã tích lũy hàng núi các lệnh bán cổ phiếu đúng vào thời điểm thị trường giao dịch mở cửa. Các giao dịch của Fidelity là một sự hưởng ứng trước việc những người quản lý quỹ đầu tư bỏ tiền ra mua lại hơn là vì bản thân họ, mặc dù có thể họ muốn tăng lượng tiền với dự đoán rằng sẽ mua lại trong tương lai – và trước khi giá cổ phiếu giảm hơn nữa.

Sự vụng về của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã thúc đẩy hàng loạt người đổ xô rút tiền gửi tại các ngân hàng ở Indonesia trong những ngày đầu của cuộc khủng hoảng châu Á năm 1997. IMF đã lôi kéo chính phủ tham gia và hỗ trợ 15 ngân hàng tư nhân lớn trong việc bảo lãnh cho các khoản tiền gửi. Nhưng 50 ngân hàng còn lại nằm trong một vị thế thấp hơn và hàng loạt những người gửi tiền lại đổ xô rút tiền trước khi các ngân hàng này sụp đổ.

Các vụ sụp đổ và sự hoảng loạn

Một vụ sụp đổ là khi giá tài sản sụt giảm, hoặc một ngân hàng hay một doanh nghiệp trọng yếu đổ vỡ. Sự hoảng loạn “bất ngờ và không rõ nguyên nhân” (mọi người cho rằng thần Pan trong thần thoại Hy Lạp đã gây ra sự hoảng loạn này) có thể diễn ra trong thị trường tài sản hay liên quan đến việc mọi người đổ xô đổi các chứng khoán có tính thanh khoản kém thành tiền mặt hay trái phiếu chính phủ – với niềm tin rằng chính phủ sẽ không bị phá sản vì đó là đơn vị in tiền. Khủng hoảng tài chính có thể bắt nguồn từ một hay hai sự kiện trên hoặc là theo thứ tự trên. Sự sụp đổ của cổ phiếu Công ty South Sea và Ngân hàng Sword Blade hầu như đã đẩy Ngân hàng Anh sạt dốc. Sự sụp đổ và hoảng loạn trên thị trường cổ phiếu New York năm 1929 đã để lại những hậu quả nặng nề trên thị trường hàng hóa và bất động sản, còn biến động trên thị trường tín dụng đã dẫn tới

sự sụt giảm mạnh về lợi nhuận, việc làm và hiệu suất. Tuy nhiên, không có sự hoảng loạn trên thị trường tài chính; tỷ lệ lãi suất không tăng vì Cục Dự trữ Liên bang đang bơm tiền vào thị trường. Năm 1893, việc thiếu niềm tin vào năng lực của nước Mỹ trong duy trì chế độ bản vị vàng với sức ép của lợi nhuận từ bạc đã dẫn đến sức ép trên thị trường tài chính, sự sụp đổ của các ngân hàng và áp lực đi xuống của giá chứng khoán.

Hệ thống này đã đón nhận những tác động tích cực. Chu kỳ nợ – giảm phát liên quan đến sự sụt giảm giá hàng hóa và tài sản dẫn đến giá trị các vật thế chấp giảm, do vậy các ngân hàng phải mời gọi các khoản cho vay hay từ chối các khoản cho vay mới; các doanh nghiệp bán hàng hóa và hàng tồn kho vì giá sụt giảm, giá sụt giảm lại đẩy các doanh nghiệp lâm vào cảnh phá sản. Các hộ gia đình bán chứng khoán và các doanh nghiệp ngừng vay tiền, hoạt động đầu tư và giá cả vẫn giảm mạnh. Giá trị các vật thế chấp giảm mạnh dẫn đến việc phải bán tổng hàng hóa còn tồn đọng. Các doanh nghiệp sụp đổ cũng có nghĩa là các ngân hàng phải gánh chịu thua lỗ từ các khoản cho vay và phá sản. Khi các ngân hàng phá sản, những người gửi tiền đến rút tiền (điều này được thể hiện rõ vào thời điểm trước khi có chương trình bảo hiểm tiền gửi). Việc rút tiền gửi càng cần thiết phải kêu gọi các khoản vay mới, nhiều cổ phiếu cần phải được bán đi. Các thương nhân, hãng công nghiệp, nhà đầu tư và ngân hàng có nhu cầu lớn về tiền mặt – các cổ phiếu rủi ro nhất của họ không thể bán được ở bất kỳ mức giá nào, họ buộc phải bán các cổ phiếu tốt nhất và do vậy giá của chúng giảm. Các ngân hàng có thể giúp đỡ các doanh nghiệp, công ty và các hộ gia đình đang lâm vào tình cảnh khó khăn trong một giai đoạn nào đó với kỳ vọng hay hy vọng rằng giá cả sẽ tăng trở lại và trục vớt con thuyền tín dụng mong manh. Trước giờ phút lâm chung, các cơ quan giám sát ngân hàng có lẽ cũng phải tìm kiếm biện pháp khác khi các ngân hàng tiếp tục định giá các khoản vay và cổ phiếu ở mức cao hơn giá thị trường, gia hạn các khoản vay đến kỳ đáo hạn, hay cung cấp thêm các khoản vay cho những người đi vay không trả đúng kỳ hạn để họ có thể trả một phần lãi suất. Nhưng khi xảy ra sự phá sản, cần phải hiểu rõ hậu quả từ các khoản nợ xấu. Giá cả, khả năng thanh toán, tính thanh khoản và nhu cầu tiền mặt có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Theo Spargue nhận định, không chỉ các tổ chức ngân hàng, mà các hộ gia đình, doanh nghiệp và ngân hàng đều “giống như một

hàng gạch, một viên gạch bị đổ sẽ khiến những viên còn lại lung lay”. Phép ẩn dụ này khá bay bổng, nhưng đôi lúc lại rất phù hợp.

Khi sự hoảng loạn lên đến đỉnh điểm, người ta nghĩ tiền sẽ trở nên cạn kiệt. Sự mô tả thường bị phóng đại, nhất là vào năm 1825:

Chủ các ngân hàng ở Phố Lombard tới gặp thống đốc [của Ngân hàng Anh] vào ngày Chủ nhật [sau khi sự hoảng loạn của các ngân hàng trong nước đã lên đến mức đỉnh vào ngày 12/12] để cảnh báo rằng nếu một ngân hàng như Ngân hàng trung ương đang cho 47 ngân hàng trong nước rút tiền, được phép ngừng hoạt động thì hiện tượng hàng loạt người đổ xô rút tiền sẽ diễn ra tại tất cả các ngân hàng ở London.

Nhưng nó đã được phép ngừng hoạt động. Sự hoảng loạn bao trùm dân chúng: mọi người khẩn thiết cần tiền – tiền – nhưng gần như không thể kiếm được tiền bằng bất cứ cách nào.

Theo ý kiến của Huskinsson, đây chính là thời điểm mà sự sụp đổ của bảy ngân hàng đã đẩy nước Anh vào thảm cảnh chỉ trong 24 giờ. Ngân hàng Pháp đã tránh được chính sách đổi bạc lấy vàng, và may mắn thay, Ngân hàng Anh cũng đã phát hiện ra khi nó đã dùng hết giấy bạc 5 bảng và 10 bảng (sau đó tất cả được phát hành), một khối lượng lớn các giấy bạc 1 bảng còn lại trong kho dự trữ từ năm 1797. Với sự chấp thuận của chính phủ, những giấy bạc này được phát hành vào ngày 17/12 và “thành công rực rỡ”.

Năm 1857, cổ phiếu của Trung tâm New York giảm từ 93 xuống còn 61. Giá thịt lợn giảm từ 24 đô-la/thùng xuống còn 13 đô-la/thùng; bột mì từ 10 đô-la xuống còn 5 hoặc 6 đô-la. Vào tháng 12, tỷ lệ lãi suất tăng từ 15% lên 24%, khi 150 ngân hàng ở Pennsylvania, Maryland, Rhode Island và Virginia sụp đổ trong bốn ngày cuối cùng của tháng. Sự hoảng loạn lên đến đỉnh điểm vào tháng 10, khi 1.415 ngân hàng ở Mỹ sụp đổ và tỷ lệ lãi suất tăng từ 60% lên 100%/năm. Tất nhiên, đi đầu này là do những món tiền chỉ vay trong một vài ngày.

Tỷ lệ lãi suất rất cao, khoảng 4%/ngày, đôi lúc chỉ áp dụng với một loại hình cho vay nhất định, như khoản tiền sẵn sàng để sử dụng vào năm 1884,

khi chiết khấu thương mại tăng từ 4,5% lên 5%/ngày đối với các giấy tờ có giá loại một; hay 5%/ngày tại mức đỉnh đối với khoản tiền mặt trước đợt tấn công mạnh mẽ của sự hoảng loạn năm 1907. Có lẽ đỉnh cao nhất của hiện tượng hạn chế cho vay tiền mặt là vào năm 1907, khi một ngân hàng trả 48 đô-la cho 1.000 đô-la đối với tiền bán vé vào cửa trận bóng bầu dục của Harvard-Yale. Sự suy thoái ở mức độ nhẹ trong một thời gian ngắn vào năm 2001 sau khi hàng loạt giá cổ phiếu ở Mỹ bùng nổ bắt nguồn từ những thay đổi trong chính sách của Cục Dự trữ Liên bang và sự chuyển dịch nhanh, mạnh nhằm giảm tỷ lệ lãi suất. Kết quả là một cơn bùng nổ tái tài trợ các khoản thế chấp; hàng triệu cá nhân tái tài trợ các khoản thế chấp với tỷ lệ lãi suất thấp hơn và một số người sử dụng số tiền thu được từ việc tái tài trợ đó để mua ô tô, các mặt hàng tiêu dùng khác và đi nghỉ hè. FED đã giảm tỷ lệ lãi suất ngắn hạn xuống còn 1% và do tỷ lệ lạm phát gần 2%, tỷ lệ lãi suất ngắn hạn âm. Một hệ quả tất yếu là hiện tượng bùng nổ trên thị trường nhà ở; giá nhà tăng mạnh ở New York, Boston, Washington và Los Angeles. Những người hay hoài nghi phân vân liệu có phải bong bóng trong thị trường nhà ở đã gây ra hiệu ứng giảm phát khiến bong bóng cổ phiếu bùng nổ hay không.

Liệu cơn bão có ngớt, nước triều dâng lên mức cao rồi có hạ xuống hay không? Hay sự bùng nổ và sụp đổ sẽ lây lan từ thị trường, quốc gia này sang thị trường, quốc gia khác và các biện pháp cục bộ lẫn quốc tế đều không thể tạm ngăn trạng thái hoảng loạn và đảo ngược mọi bất lợi?

Chương 6: TRẠNG THÁI PHẢN PHƠ VÀ SỰ BÙNG NỔ KINH TẾ

Chúng ta hãy cùng ghé qua một số tòa văn phòng lớn nhất thế giới. Tòa nhà Empire State ở thành phố New York được khánh thành năm 1929. Tháp đôi Petronas ở Kuala Lumpur ra mắt công chúng năm 1993. Tòa tháp Jailing ở quận Phú Đông, thành phố Thượng Hải, được hoàn thành năm 1995. Cuối thập niên 1980, nhiều tòa nhà chọc trời như vậy quy tụ ở Tokyo. Đến giữa thập niên 1990, chúng mọc lên ở Thượng Hải và Bắc Kinh.

Những tòa nhà chọc trời và các bong bóng giá tài sản có mối quan hệ mật thiết với nhau. Những tòa nhà với 80, 90 hay 100 tầng trở thành biểu trưng cho các bong bóng kinh tế trong thế kỷ XX. Tuy nhiên, có thể thấy rằng rất nhiều nhà hát, bảo tàng nghệ thuật và thậm chí là các khu giảng đường đại học cũng mang ý nghĩa biểu trưng đó. Rất nhiều trung tâm văn hóa nhận được tài trợ từ các cá nhân và gia đình giàu có – những nhóm người phát lên trong thời kỳ kinh tế phồn thịnh.

Mối quan hệ giữa bong bóng giá tài sản và trạng thái phồn thịnh về kinh tế cũng rất rõ ràng. Như chúng ta thấy, một trong những cuốn sách bán chạy nhất ở Tokyo vào thập niên 1980 là Japan as Number one (Nhật Bản là số một). Ngân hàng Thế giới xuất bản cuốn The East Asian Miracle (Phép màu Á Đông) vài năm trước khi bong bóng giá bất động sản và cổ phiếu ở Thái Lan, Malaysia và một số nước lân cận nổ tung. Người ta cũng ít nhắc đến nền kinh tế một nước Mỹ mới từ khi giá cổ phiếu bùng nổ và thâm hụt ngân sách Mỹ tăng cao. Sự giàu có của các hộ gia đình kết hợp với giá tài sản tăng tác động trực tiếp đến thói quen tiêu dùng và đầu tư kinh doanh của họ.

Sự tăng giá bất động sản và giá cổ phiếu có tác động đối với tỷ lệ tăng trưởng của thu nhập quốc dân. Một là các hộ gia đình giàu có thì chi phí tiêu dùng tăng. Các hộ gia đình đặt mục tiêu tiết kiệm và làm giàu; họ trở nên giàu có hơn nhờ giá tài sản tăng, các gia đình này sẽ tiết kiệm ít đi và

chi tiêu nhiều hơn. Thứ hai là giá cổ phiếu tăng tác động tới hoạt động đầu tư. Khi giá cổ phiếu tăng, các doanh nghiệp có thể tăng tiền mặt nhờ các nhà đầu tư hiện tại và các nhà đầu tư mới với chi phí thấp hơn và có thể đảm nhận các dự án sinh lời kém hơn. Do vậy, chi phí vốn của doanh nghiệp biến đổi nghịch đảo với giá cổ phiếu: giá cổ phiếu càng cao so với tiền lãi của doanh nghiệp thì chi phí vốn càng thấp. Chi phí vốn càng thấp, doanh nghiệp càng mở rộng đầu tư vào sản xuất và mua sắm thiết bị, vì giá cổ phiếu cao hơn chứng tỏ doanh nghiệp có tỷ lệ hoàn vốn thấp hơn và vẫn có khả năng sinh lời.

Một câu nói rập khuôn cho rằng giá cổ phiếu là thước đo số một về các thay đổi của nền kinh tế. Nhưng câu trả lời lại chính là sự thay đổi của giá cổ phiếu đã dự đoán trước 6 tháng đối với ba cuộc suy thoái gần đây. Giá cổ phiếu Mỹ suy giảm từ 4-6 tháng trước khi nền kinh tế sụp đổ vào đầu thập niên 1930. Nền kinh tế Nhật Bản bắt đầu suy sụp sau khi giá cổ phiếu và giá bất động sản bắt đầu lao xuống dốc vào đầu năm 1990. Một trường hợp ngoại lệ đó là sau khi giá cổ phiếu Mỹ sụt giảm năm 2000 và tiếp tục trong hai năm tiếp chỉ tạo ra một cuộc suy thoái nửa vời.

Có một sự đối xứng giữa việc gia tăng các hoạt động kinh tế khi giá tài sản tăng và sự sụt giảm các hoạt động kinh tế khi giá tài sản giảm. Trong giai đoạn bùng nổ, các doanh nghiệp gia tăng các khoản vay ngân hàng để tăng lượng tài sản. Các ngân hàng gia tăng các khoản cho vay và có thể nới lỏng các tiêu chuẩn về việc vay nợ. Trong giai đoạn giá tài sản nổ tung, ngân hàng phải chịu các khoản lỗ tín dụng, một số ngân hàng bị mất vốn do các khoản thua lỗ và buộc phải đóng cửa hoặc sáp nhập với các tổ chức tài chính mạnh hơn, hoặc nhận được sự hỗ trợ vốn từ phía chính phủ.

Mối tương quan mật thiết giữa sự tăng giá tài sản và sự mở rộng nền kinh tế dẫn đến một câu hỏi là liệu giá tài sản có ảnh hưởng đến nền kinh tế không, hay thay vì đi đầu đó, sự mở rộng nền kinh tế lại dẫn đến sự tăng giá tài sản?

Albani là một trong những quốc gia từng trải qua chế độ ký quỹ kiểu Ponzi ngay sau khi chuyển từ nền kinh tế kế hoạch sang nền kinh tế thị trường.

Trong giai đoạn này, quy định ngân hàng trở nên lỏng lẻo hơn bao giờ hết. Các chủ doanh nghiệp hứa hẹn một mức lãi suất lên tới 30-40%/tháng. Ở mức lãi suất này, tài sản tăng rất nhanh; ví dụ, nếu tỷ lệ lãi suất là 35%/tháng thì khoản gửi 1.000 lek (đồng tiền của Albani) đầu năm sẽ thành 64.000 lek vào cuối năm. Trong trường hợp này, người gửi sẽ thích thú khi thấy khoản tiền của mình tăng dần lên hơn là việc rút tiền khỏi ngân hàng. Một số người Albani bỏ việc vì khoản thu nhập từ lợi tức tiết kiệm lớn hơn khoản lương bổng mà họ phải làm việc mới có. Một số người tiêu dùng nhiều hơn vì tài sản của họ đang gia tăng nhanh chóng. Các chủ ngân hàng luôn cần thu hút tiền gửi thêm vào để bù đắp lượng tiền rút ra và thanh toán cho các chi phí khác.

Nhiều người Albani rất tức giận khi sự thật được phơi bày. Hoạt động kinh tế suy giảm nhanh chóng vì các hộ dân quay sang tiết kiệm để bù lại sự sụt giảm tài sản của họ.

Bong bóng giá tài sản luôn có mối quan hệ mật thiết với sự trạng thái phồn thịnh về kinh tế. Ngược lại, bong bóng nổ tung dẫn đến nền kinh tế sụp đổ và thường liên quan đến sự thua lỗ của các tổ chức tài chính, trong một quy mô lớn. Sự sụp đổ của các tổ chức tài chính sẽ phá vỡ các kênh tín dụng và dẫn đến sự suy giảm hoạt động kinh tế.

Cơn cuồng hoa tulip

Giá của hoa tulip Hà Lan tăng vài trăm phần trăm vào mùa thu năm 1936 – thậm chí giá của các loại củ giống hiếm còn tăng hơn nữa. Một vài nhà phân tích, đặc biệt là những người tin vào tính hợp lý và hiệu quả của thị trường, đã đặt câu hỏi là liệu sử dụng thuật ngữ “bong bóng” có thích hợp không. Mặc dù thực tế là có rất nhiều loại hoa tulip khác nhau; một số giống ngoại lai và rất đa dạng, sau sáu đến tám tháng gieo trồng, củ hoa tulip sẽ nở hoa, và mỗi cây chỉ cho rất ít hoa.

Không chỉ các loại củ giống hiếm mới chịu tác động của hiệu ứng này; các loại hoa tulip thông thường ở Gouda, Switzer hay White Crown đều được lùng mua dẫn đến giá tăng vọt và rồi lại rớt giá.

Tình trạng kích động về hoa tulip bắt đầu sau tháng 9/1636, khi các củ giống không còn sẵn để mua vì theo chu kỳ thông thường, chúng đã được trồng để lấy hoa vào mùa xuân năm sau. Một vài người mua củ hoa tulip cam kết trả tiền cho “hàng hóa” đang được vùi dưới đất dù họ không nhìn thấy hàng hóa tại thời điểm mua. Những hợp đồng được ký kết trong tháng 11-12/1636 và tháng 1/1637 dù không hề có hàng mẫu.

Không chỉ bị tác động bởi cơn cuồng hoa tulip, nền kinh tế Hà Lan còn bị suy yếu trong thập niên 1620, khi cuộc chiến với Tây Ban Nha lại tiếp tục sau 12 năm tạm ngừng và trở nên khốc liệt vào thập niên 1630. Cổ phiếu ở Công ty Đông Ấn Hà Lan tăng gấp đôi từ năm 1630 đến năm 1639, phần lớn là từ sau năm 1636, từ 229 vào tháng 3/1636 lên đến 412 vào tháng 8/1639, rồi tiếp tục tăng thêm 20% thành 500 vào năm 1640. Giá nhà giảm vào đầu thập niên 1630 nhưng “tăng vọt” vào giữa thập niên, một lần sóng đầu tư xuất hiện trong lĩnh vực kênh đào, ở công ty Tây Ấn và các kênh đào. Jan de Vries đã viết về *trekschuit*, một hệ thống giao thông kênh đào được thi công vào năm 1636 và lên “cơn sốt” vào năm 1640. Nối liền giữa hai thị trấn, nó trở thành con đường giao thương giúp các thương nhân chủ động hơn vì việc đi lại bằng tàu thuyền vốn phụ thuộc nhiều vào thời tiết. Hai luồng đường từ Amsterdam đến các thị trấn nhỏ được hoàn thành năm 1636, và một luồng từ Leiden đến Delft. Xu hướng tập trung xây dựng hệ thống giao thông phức tạp lên đến mức đỉnh vào năm 1659 và 1665, nhưng de Vries đã liên hệ dự án này với cơn cuồng hoa tulip và sự bùng nổ kinh tế của Hà Lan trong giai đoạn 1622-1660.

Jonathan Israel đã viết rằng nên nhìn nhận cơn cuồng hoa tulip trên bối cảnh bùng nổ chung và cơn điên loạn của “tiểu thương, chủ quán rượu và người làm vườn” nhằm tìm kiếm cách thức kiếm tiền nhiều nhất. Bối cảnh này đã phản bác một trong những quan điểm của Garber cho rằng có thể không phải bong bóng tulip đã xảy ra bởi vì không có hậu quả nghiêm trọng nào. Nền kinh tế Hà Lan suy yếu vào thập niên 1640 trước khi xuất hiện một cú tăng vọt từ năm 1650-1672. Đặc biệt, với sự mở rộng các căn hộ cao cấp, tòa nhà dân sự và hội họa, thị trường cuối cùng sụp đổ vào năm 1672, cùng thời điểm Pháp tiến hành cuộc xâm lược. Ở mức đỉnh của cơn bùng nổ có một “cơn điên loạn” về đồng hồ và tháp đồng hồ. Ở Leiden, một chiếc đồng hồ được đặt trên đỉnh tháp của tòa nhà White Gate – nơi

đón trả khách của các tàu kéo, để đảm bảo các phương tiện hoạt động đúng giờ.

Liệu có phải sự sụt giảm giá củ hoa tulip đã dẫn đến sự xuống dốc của các hoạt động kinh tế? Câu trả lời là có, và mối quan hệ nhân quả là các hộ gia đình đã bớt mua sắm khi lượng tài sản của họ giảm.

Thị trường chứng khoán và bất động sản

Nhiều bong bóng chứng khoán có liên quan đến bong bóng bất động sản. Có ba mối liên hệ khác nhau giữa hai thị trường tài sản này. Mối liên hệ thứ nhất là ở rất nhiều quốc gia, đặc biệt là các quốc gia nhỏ hơn và các quốc gia đang trong giai đoạn đầu của quá trình công nghiệp hóa, phần lớn giá trị của thị trường chứng khoán thuộc về các công ty bất động sản, xây dựng và các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực khác có quan hệ gần gũi với lĩnh vực bất động sản, bao gồm cả ngân hàng. Mối liên hệ thứ hai là các cá nhân giàu lên nhanh chóng nhờ giá trị bất động sản tăng lại muốn đa dạng hóa các hình thức tài sản và do vậy họ mua cổ phiếu; không có hình thức đa dạng hóa tài sản nào đơn giản hơn. Mối liên hệ thứ ba là hình ảnh phản chiếu của mối liên hệ thứ hai; các nhà đầu tư cá nhân thu được lợi nhuận nhờ giá trị của thị trường chứng khoán tăng sẽ mua những căn nhà lớn hơn, đắt tiền hơn và số lượng nhiều hơn. Sự dao động trên thị trường bất động sản Manhattan liên quan trực tiếp đến chỉ số chứng khoán Phố Wall.

Trong cuốn sách *One Hundred Years of Land Values in Chicago* (Giá trị bất động sản trong vòng 100 năm ở Chicago) của Homer Hoyt, tác giả đã phát hiện năm chu kỳ của cơn bùng nổ và được tái hiện trong giá bất động sản ở Chicago đối với mức tăng trưởng của thành phố. Cơn bùng nổ trên thị trường chứng khoán Mỹ năm 1928-1929 liên quan đến sự tăng giá của đất thô, khu dân cư, các tòa nhà thương mại và trung tâm thương mại của thành phố và các vùng ngoại ô, cả khi giá tăng và giảm. Hoyt đã trích dẫn từ ấn phẩm *Chicago Tribune* vào tháng 4/1890:

Trong mọi cơn bùng nổ đã sụp đổ đều xuất hiện những người mua tài sản ở mức giá mà họ biết rõ là quá ảo tưởng, nhưng vẫn sẵn sàng trả, đơn giản

là vì họ biết rằng có một vài kẻ còn ngu ngốc hơn có thể mua lại chúng với giá cao hơn nữa và như vậy họ sẽ thu được lợi nhuận.

Tiếng tăm của cơn bùng nổ bất động sản ở Chicago cũng giống như ở Berlin, sự đầu cơ quá mức vào lĩnh vực bất động sản trong cơn phồn thịnh chiến thắng ở Pháp năm 1870-1871, được gọi là “Chicago bên sông Spree”. Cơn bùng nổ ở Berlin và Vienna năm 1873 liên quan đến thị trường chứng khoán New York. Một tác giả đã phải thốt lên rằng ở Chicago năm 1871, cứ một người đàn ông và bốn người đàn bà thì có một người đầu tư vào bất động sản. Các bong bóng này tiếp tục phình ra đồng thời với nhau cho đến mùa hè năm 1873.

Trạng thái phồn thịnh từ thị trường này lan truyền sang thị trường khác là một đi đôi dễ hiểu. Khi giá tài sản tăng với tốc độ nhanh, những góa phụ và trẻ mồ côi cũng hòa theo phong trào. Lợi nhuận thu được mà không cần bất cứ kỹ xảo đặc biệt nào. Khi giá tài sản bị sụt giảm, các chủ tài sản hiểu rằng họ đang gặp rắc rối và phải giảm các khoản nợ của mình; những nhà đầu tư dày dạn nhận thấy tài sản của họ đang giảm nhiều so với giá cổ phiếu, vì vậy họ bán – hoặc được các nhà môi giới và người cho vay bán.

Các nhà đầu cơ bất động sản ban đầu không hề cảm thấy hối tiếc. Các khoản nợ của họ không phải là các khoản nợ theo ngày của các nhà môi giới, mà là các khoản nợ ngân hàng với những điều khoản mở rộng. Họ có tài sản thực chứ không chỉ là trên giấy tờ. Phần lớn họ chọn giải pháp chờ đợi sự phục hồi mà họ cho rằng sẽ xuất hiện trong tương lai gần.

Nền kinh tế suy thoái làm tiêu tan nhu cầu nắm giữ bất động sản và đất đai xây dựng. Tuy nhiên, thuế và lãi ngân hàng vẫn tiếp tục phải trả. Hoyt nhận định rằng các nhà đầu cơ bất động sản đang dần bị khống chế nhưng không hề lay chuyển. Những người cho vay đầu cơ bất động sản, đặc biệt là các ngân hàng, hứng chịu các khoản lỗ nặng. Năm 1993, trong số 200 ngân hàng ở Chicago thì có tới 163 ngân hàng đã mất khả năng thanh toán. Chính các khoản nợ bất động sản mất khả năng chi trả, chứ không phải các khoản thua lỗ chứng khoán, là nhân tố chủ yếu dẫn đến sự sụp đổ của 4.800 ngân hàng trong giai đoạn từ 1930-1933.

Phân tích của Hoyt về mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản có thể áp dụng cho thị trường Nhật Bản vào thập niên 1990. Giá bất động sản sụt giảm mạnh đồng nghĩa với việc có nhiều người đi vay không thể chi trả các khoản vay bất động sản. Giá trị các khoản cho vay của ngân hàng dành cho các hợp tác xã tín dụng và các loại hình tổ chức tài chính giảm mạnh vì các tổ chức này đã có nhiều khoản vay dưới chuẩn đầu tư vào bất động sản. Giá bất động sản giảm dẫn đến tình trạng các ngân hàng suy giảm vốn nghiêm trọng vì họ đang sở hữu các lô bất động sản lớn.

Sự biến động của thị trường chứng khoán vào tháng 10/1987 nhanh chóng được dẹp tan bởi chính sách tiền tệ đã kịp thời tăng tính thanh khoản của ngân hàng nhằm giảm bớt sự thiếu hụt tín dụng. Những yêu cầu về mức chênh lệch với tỷ lệ 50% được đáp ứng. Tuy nhiên, bức tranh bi thảm trong lĩnh vực bất động sản đã thành hình. Các dự án xây dựng chậm lại khi các tòa nhà đã đi vào sử dụng, nhưng các dự án mới lại bị hủy bỏ. Tỷ lệ phòng trống ở các tòa nhà văn phòng tăng nhanh, tùy thuộc vào vị trí, cho dù đó là ở khu thương mại, trung tâm hay “vùng vành đai” ven đô được xây dựng trong thời kỳ bùng nổ thập niên 1980.

Công ty Rockefeller Center Properties, Inc. có khoản thế chấp trị giá 1,3 tỷ đô-la của tòa nhà Rockefeller Center ở trung tâm Manhattan sau khi tổ hợp này được bán cho công ty bất động sản Mitsubishi. Quỹ Đầu tư Tín thác Bất động sản (REIT) nắm giữ khoản cầm cố này. Năm 1987, ban quản trị tìm cách tăng thu nhập khi sử dụng các khoản vay ngắn hạn để mua trái phiếu trước hạn ở mức giá chiết khấu. Các khoản lãi được trả gọi là cổ tức. Năm 1989, khi thị trường bất động sản suy giảm, ban quản trị đã sử dụng hình thức tín dụng thư để có tiền trả các khoản vay ngắn hạn. Chủ tịch hội đồng quản trị của REIT phát biểu: “Đó là một hành động đúng đắn trong thời điểm này.” Phân tích của Hoyt chỉ ra rằng sẽ có một đợt sụt giảm mạnh về giá bất động sản theo sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán. Sau tấm thảm kịch này, REIT sụp đổ.

Câu chuyện về sự đổ vỡ bong bóng bất động sản ở Nhật Bản thập niên 1990 bắt đầu từ đầu thập niên 1950, khi GDP danh nghĩa và thực tế bắt đầu tăng nhanh sau đợt sụt giảm mạnh bắt nguồn từ Chiến tranh thế giới thứ

hai. (Chỉ trong năm 1951, thu nhập trên đầu người của Nhật Bản đã trở về mức năm 1940). Hàng xuất khẩu tăng nhanh, xu hướng xuất khẩu chuyển từ đồ chơi, hàng may mặc rẻ tiền sang xe đạp, mô tô và sau đó là thép, ô tô và đồ điện tử. Việc chính phủ bắt đầu bãi bỏ các điều chỉnh tài chính trong suốt nửa đầu thập niên 1980 và Ngân hàng Nhật Bản không ngừng nỗ lực kìm hãm sự giảm giá của đồng yên trong nửa cuối thập niên 1980 đã dẫn đến nhu cầu cung tiền và tín dụng tăng nhanh.

Giá bất động sản tăng mạnh mặc dù có sự biến động lớn theo năm. Do quy định tài chính, lãi suất thực của tiền gửi ngân hàng và các tài sản cố định khác vào thập niên 1950, 1960 và 1970 là âm; lãi suất danh nghĩa thấp hơn tỷ lệ lạm phát hàng năm. Chỉ số giá nhà ở của sáu thành phố lớn nhất được tính ở mức 100 vào năm 1955, đạt mức 4.100 vào giữa thập niên 1970 và 5.800 vào thập niên 1980; chủ sở hữu bất động sản là một trong số ít nhóm đạt lãi suất thực dương. Trong thập niên 1980, giá bất động sản đã tăng lên 9 lần. Tại thời điểm cực thịnh, giá trị bất động sản ở Nhật Bản cao gấp hai lần so với ở Mỹ; tỷ lệ giá trị bất động sản đối với GDP ở Nhật Bản gấp bốn lần so với ở Mỹ.

Chỉ số chứng khoán Nikkei từ mức 100 điểm vào tháng 5/1949 đã lên đến 6.000 điểm vào đầu thập niên 1980. Giá cổ phiếu tiếp tục tăng vào cuối thập niên 1980 và leo lên gần 40.000 điểm vào cuối năm 1989. Số lượng cổ phiếu giao dịch tăng chậm hơn, từ 120 tỷ cổ phiếu vào năm 1983 lên 280 tỷ cổ phiếu vào năm 1989.

Giá bất động sản tăng đã dẫn đến cơn bùng nổ giá cổ phiếu. Rất nhiều công ty có tên trên thị trường chứng khoán là những công ty kinh doanh bất động sản sở hữu một lượng lớn bất động sản tại trung tâm Tokyo và các thành phố lớn khác. Cơn bùng nổ trên thị trường bất động sản và sự bãi bỏ quy định tài chính đã dẫn đến việc gia tăng một loạt hoạt động xây dựng. Các ngân hàng nắm giữ một lượng lớn bất động sản và cổ phiếu, vì vậy giá bất động sản và cổ phiếu tăng khiến giá trị cổ phiếu ngân hàng tăng. Các ngân hàng thường yêu cầu người đi vay phải thế chấp bất động sản, giá bất động sản tăng có nghĩa là giá của tài sản thế chấp cũng tăng, các ngân hàng sẵn sàng cho vay nhiều hơn vì họ muốn mở rộng quy mô và khẳng định tầm vóc của mình so với các ngân hàng khác tại Nhật, Mỹ và

châu Âu. Các tổ chức công nghiệp đua nhau vay tiền để mua bất động sản vì tỷ suất lợi nhuận từ bất động sản cao hơn nhiều so với tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động sản xuất thép, ô tô và tivi.

Sự mở rộng nhanh chóng các khoản vay ngân hàng đã được hậu thuẫn từ sự bãi bỏ quy định tài chính – do có áp lực từ chính phủ nước ngoài, đặc biệt là Mỹ. Một mặt là do các quan chức Mỹ bị thúc đẩy bởi thực trạng không đồng bộ trong khung pháp lý, các doanh nghiệp Mỹ nhận thấy có quá nhiều quy định cản trở họ mở rộng thị trường ở Tokyo, trong khi các doanh nghiệp Nhật Bản lại dễ dàng hơn khi mở rộng thị trường tại Mỹ. Mặt khác, Bộ Tài chính Mỹ muốn các thể chế tài chính của Nhật sẽ mua trái phiếu chính phủ của Mỹ vào thời điểm thâm hụt tài chính Mỹ tăng.

Sự bãi bỏ quy định được thực hiện từ từ và thận trọng. Có lẽ đặc biệt quan trọng hơn cả là sự bãi bỏ quy định về lãi suất của các ngân hàng đối với các khoản tiền gửi lớn, lãi suất tối thiểu đã được giảm dần dần từ mức 1 tỷ yên (cho kỳ hạn từ 3 tháng đến 2 năm) xuống còn 500 triệu yên và 300 triệu yên vào năm 1986, 100 triệu yên (và 1 tháng) vào năm 1987, 50 triệu yên và sau đó là 30 triệu yên vào năm 1988, 10 triệu yên vào năm 1989. Vào giai đoạn đầu của thời kỳ này, Ngân hàng Trung ương Nhật đã giảm tỷ lệ chiết khấu từ 5,5% vào năm 1982 xuống còn 5% vào năm 1983, 3,5% vào đầu năm 1986 xuống còn 2,5% vào năm sau đó. Việc giảm tỷ lệ chiết khấu năm 1986 đã xảy ra đồng thời với việc giảm tỷ lệ chiết khấu của Hệ thống Dự trữ Liên bang Mỹ và ngân hàng Bundesbank tại Cộng hòa Liên bang Đức. Tuy nhiên, trái lại, đầu tiên là Mỹ tăng tỷ lệ lãi suất vào giữa năm 1987 và tiếp theo là Đức vào năm 1988. Ngân hàng Nhật Bản đã chờ đợi cho đến khi thống đốc mới, Yasuki Mieno, nhậm chức vào tháng 12/1989 và bắt đầu thắt chặt các khoản vay đầu tư bất động sản. Sự đổ vỡ bắt đầu từ tháng 1/1990, sau đó tình hình trở nên nghiêm trọng hơn khi người ta phát giác vụ việc một số ngân hàng lớn bị thua lỗ nặng nề từ các khoản nợ xấu và gian lận sổ sách nhằm che giấu hành động này.

Trạng thái phồn thịnh ở Nhật được thể hiện rõ trên nhiều khía cạnh. Trong lĩnh vực đầu tư nhà máy và thiết bị xuất hiện một cơn bùng nổ. Viễn cảnh trong cuốn sách *The Emerging Japanese Superstate: Challenge and Response* (Siêu cường quốc mới nổi: Thách thức và giải pháp) của Herman

Kahn, xuất bản năm 1970, dường như đã trở thành hiện thực. Đã có một cơn bùng nổ trong ngành xây dựng bất động sản. Hoạt động xây dựng sân golf cũng gia tăng.

Giá cổ phiếu đã đạt tới mức đỉnh vào ngày giao dịch cuối cùng của năm 1989 và sau đó giảm 30% trong năm 1990. Các nhà đầu tư đã bán tháo cổ phiếu vào năm 2002 với mức giá thấp hơn khoảng 20% so với mức giá trần. Giá bất động sản giảm chậm hơn nhưng hầu như bao trùm khắp nơi.

Hậu quả của sự sụt giảm giá trị tài sản là rất nhiều thể chế tài chính bị thiếu vốn, song chúng có thể tồn tại là nhờ sự trợ giúp ngân từ chính phủ. Một số được phép (hoặc bắt buộc) phải đóng cửa, mặc dù không có người gửi tiền nào bị mất tiền. Các ngân hàng đã trở thành chủ sở hữu hàng nghìn bức tranh của các họa sỹ người Pháp. Rất nhiều sân golf lâm vào cảnh phá sản.

Mức tăng trưởng kinh tế tụt nhanh. Tỷ lệ lạm phát bắt đầu giảm và mười năm sau đó, giá cả bắt đầu giảm. Các ngân hàng nắm quyền sở hữu quá nhiều tác phẩm nghệ thuật của Pháp. Không có cách nào có thể thu hồi được chiếc lá vàng nằm rải rác trên sa mạc. Nhiều công ty phá sản đồng nghĩa với việc các ngân hàng sẽ nắm quyền sở hữu lượng tài sản của các công ty này và bán thanh lý, tạo thêm nhiều áp lực giảm giá hơn nữa và điều này làm đảo lộn kế hoạch kinh doanh của các công ty khác. Do đó xuất hiện một vòng xoáy đi xuống và mối quan ngại về một cái bẫy giảm nợ. Số lượng doanh nghiệp công nghiệp và thương mại sắp đi đến bờ vực phá sản ở tỷ lệ đầu đặn là 1.000 doanh nghiệp một tháng. Ba tổ chức tín dụng lớn đã được chính phủ trợ giúp. Các ngân hàng và công ty bảo hiểm đau đầu với các vấn đề thiếu vốn và lại càng đau đầu thêm với các khoản thua lỗ từ các danh mục đầu tư nước ngoài, vấn đề này sẽ được trình bày rõ hơn trong chương sau. Hai chuyên gia kinh tế nghiên cứu về Nhật Bản đã mô tả các vấn đề của quốc gia này trong thập niên tới là “nợ nần, giảm phát, vỡ nợ, nhân khẩu học và sự bãi bỏ quy định”.

Giá hàng hóa, giá tài sản và chính sách tiền tệ

Tỷ lệ chiết khấu của Ngân hàng Nhật Bản giảm, đặc biệt kể từ năm 1986, đã khiến bong bóng nổ tung. Quyết định giảm tỷ lệ chiết khấu này là do Nhật chịu nhiều áp lực từ Mỹ và các nước công nghiệp hóa khác, vì mức giá ở Nhật là ổn định. Giá hàng hóa và dịch vụ ở Nhật vẫn duy trì ở mức cũ do đồng yên được định giá cao, tăng từ mức 240 yên/đô-la vào năm 1985 lên mức 130 yên/đô-la vào năm 1988. Dù đồng yên được định giá cao thì Nhật vẫn tiếp tục có thặng dư tài khoản vãng lai, mặc dù chỉ với mức nhỏ hơn.

Một câu hỏi quan trọng được đặt ra là liệu các ngân hàng trung ương có nên quan tâm đến giá tài sản hay không. Hầu hết các ngân hàng trung ương đã lựa chọn việc ổn định giá như một mục tiêu chính của chính sách tiền tệ, cho dù là giá bán buôn, chỉ số giá tiêu dùng hay chỉ số giảm phát tổng sản phẩm quốc nội thì đó cũng không phải là vấn đề then chốt. Gần đây nhất, một chính sách được ví như một câu thần chú đã hướng tới vấn đề lạm phát – các ngân hàng trung ương nhắm tới mục tiêu giữ tỷ lệ lạm phát không cao hơn 2%. Tuy nhiên, nếu bong bóng trên thị trường chứng khoán và/hay trên thị trường bất động sản nổ tung dẫn đến sự sụt giảm nghiêm trọng khả năng thanh toán của ngân hàng, thì liệu ngân hàng trung ương có quan tâm tới giá tài sản hay không? Một mặt, giá tài sản nên được tính theo mức giá chung vì trong thế giới của thị trường hiệu quả, giá tài sản giúp chúng ta dự đoán giá cả và mức tiêu dùng trong tương lai. Tuy nhiên, quan điểm này giả định rằng giá tài sản tuân theo các nguyên tắc kinh tế cơ bản và không chịu ảnh hưởng của tâm lý bầy đàn vốn dẫn tới bong bóng.

Thông thường, các chủ ngân hàng trung ương không ngần ngại tăng tỷ lệ lãi suất nhằm ngăn chặn tỷ lệ lạm phát tăng. Song họ miễn cưỡng đưa ra giải pháp nhằm xử lý các bong bóng giá tài sản hay thậm chí không thừa nhận sự tồn tại của các bong bóng đó ở hiện tại và trong quá khứ – mặc dù có vẻ họ đã nhận ra sau khi chúng xuất hiện. Việc giá cổ phiếu Mỹ sụt giảm mạnh năm 2000 và 2001 là bằng chứng về sự xuất hiện của bong bóng giá tài sản. Câu hỏi được đặt ra là tại sao các tổ chức ngoài Cục Dự trữ Liên bang có thể dễ dàng nhận ra rằng giá cổ phiếu tăng là một sự bất ổn. Và trong bối cảnh đó, vào thập niên 1920, dù còn non trẻ thì Cục Dự trữ Liên bang dường như đã dững cảm hơn trong việc đưa ra những nhận định về diễn biến giá tài sản.

Chương 7: SỰ LÂY LAN TRÊN TOÀN CẦU

Truy tìm nguồn gốc gây khủng hoảng

Một trong những vấn đề thường xuyên trong lịch sử là xác định những quốc gia vốn là nơi khởi nguồn của các cuộc khủng hoảng. Tổng thống Mỹ Herbert Hoover khẳng định rằng châu Âu phải chịu trách nhiệm trước nhất đối với cuộc suy thoái vào thập niên 1930 do các tổ chức cartel và các nhà lãnh đạo châu Âu không dám đối mặt với các vấn đề. Một số nông sản có sản lượng dư thừa trên phạm vi toàn cầu như bột mì, cao su, cà phê, đường, bạc, kẽm và bông. Đối với hiện tượng đầu cơ trên thị trường chứng khoán, Tổng thống Hoover thừa nhận trách nhiệm thuộc về Mỹ. Friedman và Schwartz khẳng định rằng cuộc khủng hoảng đã bắt nguồn từ Mỹ, mặc dù chế độ bản vị hối đoái vàng đã làm cho hệ thống tài chính quốc tế suy yếu. Sự kiện đỉnh điểm ban đầu – sự sụp đổ của thị trường chứng khoán tại Mỹ – đã dẫn tới sự giảm sút lượng dự trữ tiền tệ vào cuối năm 1930, chủ yếu diễn ra trong nội địa. Năm 1837, Tổng thống Mỹ Jackson đã quy trách nhiệm cuộc khủng hoảng năm đó cho cả Anh và Mỹ:

Mặc dù vào thập niên 1850, giới quan sát gọi cơn hoảng loạn năm 1836-1837 là “cơn hoảng loạn của người Mỹ” vì nó bắt nguồn từ Mỹ và chỉ giới hạn đối với các nhà băng giao dịch với Mỹ, một nhà kinh tế học hiện đại đã rút ra kết luận rằng sẽ thật vô ích khi cố gắng đưa ra bất kỳ một lời buộc tội cứng nhắc là quốc gia nào đứng đầu trong chu kỳ khủng hoảng vì có thể xem toàn bộ hay mỗi phần của chu kỳ đó là đặc điểm chung của nhiều cuộc khủng hoảng.

Friedman và Schwartz đã viện dẫn sự biến động của vàng để quy trách nhiệm cho Mỹ về cuộc khủng hoảng năm 1920-1921.

Tuy nhiên, một nhà phân tích khác lại phản đối:

Sự suy giảm các hoạt động kinh tế trong giai đoạn đầu thời kỳ hậu chiến đã đến như thế nào?... Tôi nghĩ rằng câu trả lời phải là: Đó là một chính sách thận trọng mà hai quốc gia đứng đầu về kinh tế là Anh và Mỹ đã đưa ra...

Không nghi ngờ gì khi Anh là quốc gia đưa ra những chính sách chính thức sớm nhất. Nhưng mặt khác, chính sách của Mỹ chắc chắn là có trọng lượng hơn.

Một vài cuộc khủng hoảng chỉ đơn thuần xảy ra trong phạm vi quốc gia, như cuộc khủng hoảng tiền – vàng tại Mỹ năm 1869 hay cuộc khủng hoảng của City of Glasgow Bank năm 1878, của Union Générale tại Pháp năm 1882. Các cuộc khủng hoảng tại Canada xảy ra vào các năm 1879, 1887 và 1908 dường như liên quan đến các dòng tài chính chủ yếu đã gắn kết Tây Âu, Scandinavia và Mỹ lại với nhau.

Trong khi một số nước không phải gánh chịu tác động của cơn bão khủng hoảng quốc tế và bởi những lý do rất rõ ràng thì các nước láng giềng đều bị tác động. Pháp không bị ảnh hưởng gì vào năm 1873 vì nó đã trải qua cuộc suy thoái nghiêm trọng năm 1871 và 1872 khi đang cố gắng bứt thừng chiến tranh cho Phổ. Mỹ được cách ly khỏi dịch bệnh khoai tây và vụ khủng hoảng bột mì dữ dội tại châu Âu vào năm 1847 là nhờ hệ thống đường sắt của Mỹ vẫn chưa phát triển tới những nơi mà thị trường lương thực thực phẩm của Mỹ có mối liên hệ chặt chẽ với các thị trường lương thực thực phẩm của châu Âu.

Tuy nhiên, đa phần các cuộc khủng hoảng tài chính sẽ lây lan từ quốc gia này sang quốc gia khác. Juglar, Mitchell và Morgenstern đã chỉ ra rằng các cuộc khủng hoảng tài chính có xu hướng quốc tế hóa, hoặc là nó ảnh hưởng tới nhiều quốc gia cùng một lúc hoặc là sẽ ảnh hưởng lần lượt bắt đầu từ các quốc gia trung tâm rồi lây lan sang các quốc gia khác.

Một trong những mối liên kết giữa các quốc gia này với nhau chính là hoạt động kinh doanh chênh lệch giá đã kết nối các thị trường quốc gia; quy luật một giá có nghĩa rằng sự khác biệt về giá của những hàng hóa giống nhau hoặc tương tự nhau ở các quốc gia khác nhau không thể vượt quá các chi phí vận chuyển và các rào cản thương mại. Các mối liên kết giữa các thị trường hàng hóa ở các quốc gia khác nhau có lẽ chỉ liên quan đến một lượng giao dịch vừa phải. Khi giá bông tăng vọt vào thập niên 1830 ở một quốc gia, thì giá bông cũng tăng ở tất cả các quốc gia khác, tương tự, khi giá bông giảm sau năm 1864 thì giá bông trên toàn thế giới cũng giảm. Khi

giá của một loại hàng hóa nào đó, đặc biệt là loại hàng hoá được mua bán rộng rãi như bột mì hay bông, có thể khiến các doanh nghiệp đi đến phá sản và các ngân hàng sụp đổ thì điều đó không phải do sự thay đổi cung hay cầu và giá cả, mà phụ thuộc vào tính lây lan của thị trường và lượng đòn bẩy của các nhà đầu cơ trong mỗi thị trường.

Tương tự, các thị trường chứng khoán ở các quốc gia khác nhau cũng có mối liên kết với nhau, vì giá của các loại chứng khoán được giao dịch quốc tế có ở các thị trường này rõ ràng phải giống nhau sau khi quy đổi giá từ đồng tiền này sang đồng tiền khác theo tỷ giá hối đoái hiện thời. Giá các loại chứng khoán được giao dịch quốc tế niêm yết tại sở giao dịch của các quốc gia khác nhau cùng tăng hoặc cùng giảm. Giá các loại chứng khoán nội địa thường có xu hướng vận động cùng hướng với giá các loại chứng khoán được giao dịch quốc tế, dù trên thực tế có thể có một giao dịch được thực hiện bắt nguồn từ yếu tố tâm lý hay chịu tác động của tỷ lệ lãi suất được truyền qua sự luân chuyển vốn ngắn hạn.

Tất cả các thị trường chứng khoán đồng loạt sụp đổ vào năm 1929 và tiếp theo, vào tháng 10/1987, hầu như tất cả các thị trường chứng khoán đều sụt giảm cùng một thời điểm (tuy nhiên, thị trường chứng khoán Tokyo lại không nằm trong số đó, vì sau nó là thị trường đã được đánh giá cao nhất). Mặc dù thị trường tài chính các quốc gia nhìn chung được đánh giá là hội nhập hoàn toàn vào thập niên 1980 và 1990 hơn so với những thời kỳ trước, song giá cổ phiếu ở thập niên 1920 đã có mối tương quan chặt chẽ giống như những thập niên sau đó. Do mối tương quan chặt chẽ giữa các biến động giá cổ phiếu tại các quốc gia, nên những nhà đầu tư tìm cách giảm rủi ro bằng cách đa dạng hóa việc sở hữu cổ phiếu ở nhiều thị trường khác nhau chỉ giảm được rất ít rủi ro so với dự đoán của họ.

Khi có sự biến động nhỏ trong giá cổ phiếu, mối tương quan giữa giá cổ phiếu ở các quốc gia khác nhau sẽ nhỏ. Khi phạm vi biến động giá cổ phiếu lớn thì mối tương quan cũng sẽ lớn hơn.

Kiểu tương quan giữa biến động giá cổ phiếu ở các quốc gia khác nhau phần nào không cân xứng ở chỗ khi giá cổ phiếu Mỹ biến động thì nó ảnh hưởng mạnh tới giá cổ phiếu ở các quốc gia khác hơn so với biến động cổ

phiếu ở các quốc gia khác tác động tới giá cổ phiếu Mỹ. Giá cổ phiếu Mỹ tiếp tục tăng vào đầu thập niên 1990 mặc dù giá cổ phiếu Tokyo lại giảm – nhưng khi giá cổ phiếu Mỹ giảm vào năm 2001 thì giá cổ phiếu Tokyo, London và Frankfurt cũng giảm theo. Cuộc khủng hoảng tài chính tại Mexico năm 1994-1995 (dẫn đến Khủng hoảng Tequila) đã ảnh hưởng tới Brazil và Argentina; kết quả là các nhà đầu tư tại Mỹ thận trọng hơn khi mua cổ phiếu và trái phiếu Mỹ Latinh. Việc đồng loạt của Thái Lan mất giá năm 1997 đã gây ra “hiệu ứng lây lan”. Trong vòng sáu tháng tiếp theo, hiệu ứng này đã khiến đồng tiền của nhiều quốc gia châu Á mất giá, và cuối cùng lan sang cả Nga và Brazil.

Các cơ chế lây lan

Các cơn bùng nổ và hoảng loạn lan từ quốc gia này sang quốc gia khác theo nhiều cách khác nhau, bao gồm hoạt động kinh doanh chênh lệch giá giữa các loại hàng hóa hay chứng khoán và sự biến động của các loại tiền khác nhau (tiền kim loại, tín dụng ngân hàng, hối phiếu), sự hợp tác giữa các nhà chức trách về tiền tệ và tâm lý học thuần túy.

Thị trường chứng khoán và tài sản ở nhiều quốc gia liên hệ với nhau thông qua những biến động của tiền tệ. Lạm phát vào cuối thập niên 1960 và đầu thập niên 1970 tại Mỹ đã dẫn đến gia tăng các dòng vốn từ Mỹ đổ vào Đức, Nhật và những quốc gia khác, kết quả là tỷ lệ lạm phát ở các quốc gia này cũng tăng theo khi các cơ sở tiền tệ và nhu cầu cung tiền của họ tăng. Vốn tư bản có thể luân chuyển bất ngừn từ những nguyên nhân thực tế, như chiến tranh, các cuộc cách mạng, các cải tiến kỹ thuật, việc gia nhập các thị trường mới, các nguần nguyên liệu mới, hay những thay đổi trong mối quan hệ về tỷ lệ tăng trưởng giữa các quốc gia, hoặc là những thay đổi trong chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Việc tư nhân hóa các công ty quốc doanh ở nhiều nước thường thu hút dòng vốn của các nhà đầu tư nước ngoài đổ vào. Việc các nhà đầu tư nhận thấy rằng một đồng tiền có thể đã được “định giá sai” trên thị trường ngoại hối có lẽ sẽ thu hút các dòng vốn đầu tư.

Hãy xem xét mối quan hệ giữa một đồng tiền được định giá cao và tình trạng giảm phát tại thị trường hàng hóa của một quốc gia (hay xem xét mối

quan hệ giữa một đồng tiền được định giá thấp và tình trạng lạm phát tại thị trường hàng hoá của quốc gia đó), khi giá trị hối đoái của một đồng nội tệ tăng dẫn tới giá cả của các loại hàng hoá mậu dịch quốc tế giảm và khiến nhiều doanh nghiệp bị phá sản, nhiều công ty tài chính thiếu vốn. Đồng yên Nhật được định giá cao đã gây áp lực lên giá cả của các loại hàng hóa mậu dịch quốc tế tại Nhật. Trong khi đó, việc định giá thấp các đồng tiền của Argentina, Uruguay, Australia và New Zealand vào đầu thập niên 1930 đã khiến giá bột mì tại Mỹ giảm, kéo theo đó là sự phá sản của các trang trại cũng như các ngân hàng trong các cộng đồng trang trại, đặc biệt là tại các bang như Missouri, Indiana, Illinois, Iowa, Arkansas và Bắc Carolina.

Các cơn bùng nổ và sụp đổ có mối liên hệ trong phạm vi quốc tế và theo một số cách thức khác nhau. Sự bùng nổ kinh tế của một quốc gia sẽ thu hút vốn đầu tư từ nước ngoài. Tương tự, sự bùng nổ trong một quốc gia có thể làm giảm dòng tiền đầu tư cho các quốc gia khác; do vậy vào năm 1872, Berlin và Vienna đã dừng việc cho New York vay vốn, trong khi cơn bùng nổ trên thị trường chứng khoán Mỹ năm 1928 đã dẫn đến việc cắt giảm các khoản vay và hoạt động thu mua trái phiếu của Đức, Áo và Mỹ Latinh, đồng thời đẩy các nền kinh tế này xuống dốc trước khi thị trường chứng khoán tại New York sụp đổ vào tháng 10/1929. Cũng giống như vậy, việc các ngân hàng nghiệp đoàn ngừng cấp các khoản vay cho Mexico, Brazil và Argentina đã dẫn đến sự suy giảm mạnh về giá trị hối đoái của đồng tiền các nước này.

Giá cổ phiếu và giá bất động sản tăng mạnh tại các nước Scandinavia vào cuối thập niên 1980, tại Na Uy tăng gấp ba lần vào nửa cuối thập niên 1980, tăng gấp năm lần tại Thụy Điển và Phần Lan.

Giá bất động sản và giá cổ phiếu của Tokyo tăng mạnh vào thập niên 1980 đã có ảnh hưởng lớn lên thị trường bất động sản tại Hawaii, một thị trường quan trọng đối với Tokyo tương tự như Miami với New York. Rất nhiều du khách Nhật thường xuyên tới thăm Hawaii và tổ chức hôn lễ tại đó. Nhiều người Nhật mua nhà ở Hawaii. Rất nhiều công ty bất động sản của Nhật đã mua bất động sản tại Hawaii để phát triển sân golf xung quanh các khách sạn, giá phòng của khách sạn sang trọng là 800 đô-la một đêm. Khi

cơn bùng nổ ở Tokyo chẳng lại, Hawaii cũng bước vào một giai đoạn suy thoái – một thập niên trì trệ.

Giai đoạn khủng hoảng Kipper- und Wipperzeit

Thời kỳ tài chính tiền tệ kỳ quặc này khá thú vị, vì các cuộc khủng hoảng tài chính chỉ xảy ra đối với tiền kim loại, chứ không liên quan đến tín dụng ngân hàng. Các hoàng tử, linh mục trưởng tu viện, giám mục, thậm chí là Hoàng đế La Mã đã cho hạ thấp giá trị phụ tệ (như tiền các, tiền xu) được sử dụng trong các giao dịch hàng ngày (ngoại trừ các đồng tiền vàng và tiền bạc có mệnh giá lớn) bằng cách tăng mệnh giá các đồng tiền đang được sử dụng, đưa vào thứ kim loại kém giá trị thay cho các kim loại tốt và giảm lượng kim loại của các đồng tiền để bòn rút thuế đúc tiền nhằm chuẩn bị cho cuộc Chiến tranh Ba mươi năm nổ ra vào năm 1618. Việc này lúc đầu chỉ giới hạn trong lãnh thổ của họ. Sau đó, một số người có đầu óc kinh doanh nhận ra sẽ có lợi hơn nếu mang loại đồng tiền xấu này qua biên giới tới lãnh thổ của các nước láng giềng để đổi lấy loại đồng tiền tốt của những người dân ngây thơ, sau đó lại mang chúng về nước và đúc lại.

Việc sử dụng kim loại để đúc tiền ngày càng trở nên phổ biến cho đến khi các đồng tiền trở nên hoàn toàn không có giá trị, thậm chí trẻ con dùng chúng để chơi trò chơi trên phố, như đã được miêu tả trong truyện ngắn của Ivan the Fool (Chàng ngốc Ivan) Lev Tolstoy,.

Một số nguồn tài liệu địa phương cho rằng sự xâm chiếm đầu tiên của đồng tiền được đúc lại bắt nguồn từ Italia và từ đây lan sang miền nam nước Đức qua các vị giám mục xứ Chur sống tại vùng Hồ Constance. Tuy nhiên, nguồn tư liệu tại thành phố Ulm – phía nam nước Đức – lại khẳng định rằng việc giả mạo tại Lưu vực sông Rhine lại bao gồm cả thành phố Strasbourg thì thật sự là kỳ lạ. Bắt đầu vào khoảng năm 1600 với phạm vi nhỏ, việc đúc lại tiền kim loại dần dần được mở rộng sau năm 1618 và lan sang Đức, Áo và tới các quốc gia mà ngày nay là Hungary, Czechoslovakia và Ba Lan, và theo một số nguồn tư liệu, nó còn lan sang cả vùng Cận Đông và Viễn Đông thông qua con đường Lvov ở Nga.

Bong bóng South Sea và Mississippi

Åkerman gọi cuộc khủng hoảng năm 1720 là cuộc khủng hoảng quốc tế đầu tiên, bởi vì sự đầu cơ từ năm 1717 đến 1720 ở Pháp và Anh đã ảnh hưởng tới các thành phố của Hà Lan, phía bắc Italia và Hamburg. Bong bóng South Sea và Mississippi có mối liên hệ với nhau. Đầu năm 1717, các nhà đầu tư Anh bắt đầu tiến hành giao dịch cổ phiếu của các ngân hàng và các công ty của John Law tại phố Quincampoix ở Paris. Tháng 5/1719, đại sứ Anh tại Paris đã nhận được thư từ những người bạn và người thân tại Scotland nhờ ông mua hộ cổ phiếu tại Compagnie des Indes. Có tới 30 nghìn người nước ngoài, bao gồm cả giới quý tộc Anh, đã đích thân tới Paris để đăng ký mua. Trong tháng 5, Đại sứ Stair đã thúc giục chính phủ Anh phải có biện pháp cạnh tranh với John Law và giảm làn sóng vốn đầu tư từ Anh đổ vào Paris. Khi hệ thống của Law lên tới đỉnh vào tháng 12/1719, một số nhà đầu cơ, trong đó có Công tước Chandos, đã bán cổ phiếu của South Sea và mua cổ phiếu của Mississippi.

Trong khi các nhà đầu cơ Anh mua cổ phiếu Mississippi tại Paris, rất nhiều người dân ở lục địa châu Âu đã mua cổ phiếu South Sea tại London. Ngài Theodore Jansen đã có một danh sách dài những người đăng ký mua đến từ Geneva, Paris, Amsterdam và khu vực Hague. Một trong số các nhà đầu tư người Pháp là chủ ngân hàng Martin, người đã được Charles McKay chú ý ghi lại khi đăng ký 500 bảng Anh với lời chú thích: “Khi phần còn lại của thế giới đang điên loạn, chúng ta phải bắt chước họ theo một cách thức nào đó.” Khi mà những người đầu tiên được thanh toán vào tháng 7, công ty Canton of Berne – đầu cơ với 200 nghìn bảng từ quỹ đại chúng, đã bán ra và thu được khoản lợi nhuận là 2 triệu bảng.

Amsterdam đã thu lợi từ vị trí đặc địa nằm giữa Paris và London của nó. Các nhà đầu cơ Hà Lan đã bán ngay cổ phiếu tại Mississippi Compagnie des Indes vào đúng thời điểm và chỉ mất một ít khi thị trường này sụp đổ. Tháng 4/1720, có lẽ là hơi vội vàng, David Leeuw đã bán hết cổ phiếu South Sea của mình, rồi mua cổ phiếu của Ngân hàng Anh và công ty Đông Ấn. Đến cuối tháng đó, chủ ngân hàng người Hà Lan Crellius đã bình tĩnh quan sát thấy rằng Exchange Alley (Hẻm Đổi tiền) chẳng khác gì một nơi chứa đầy những kẻ điên vừa đồng loạt trốn trại. Trong tháng 6 và 7, đã có các chuyến tàu chạy 12 tiếng nối giữa Anh và Amsterdam. Vào ngày 16/7, khoảng 80 nhà đầu cơ người Do Thái, giáo hội Scotland và các nhà đầu cơ

từ Exchange Alley đã tới Hà Lan và Hamburg để tìm kiếm thêm vận may bằng cách đầu cơ vào cổ phiếu của các công ty bảo hiểm lục địa.

Mùa thu năm 1720, London và lục địa châu Âu đã phải cùng nhau hứng chịu thảm họa tài chính. Samuel Bernard, chủ ngân hàng người Pháp, đã tới London để bán cổ phiếu South Sea đổi lấy vàng, rồi mang trở lại Pháp nhằm rút vốn ra khỏi hệ thống Law. Các ngân hàng Hà Lan thu hẹp hoạt động, thu hồi các khoản vay, từ chối cấp thêm tín dụng, bán cổ phiếu thế chấp đang nắm giữ. Tỷ giá của đồng bảng Anh so với đồng florin của Hà Lan tại Amsterdam, đang từ 35,4 florin một bảng tăng lên 36,1 khi lần đầu tiên cổ phiếu South Sea được mua nhiều trong tháng 4 và các nước Pháp, Hà Lan, Đan Mạch, Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha cũng đang mua vào mã cổ phiếu này, thì đã giảm xuống còn 33,9 vào ngày 1/9 khi các nhà đầu tư nước ngoài không còn quan tâm đến chứng khoán của Anh nữa. Khi tâm lý hoảng loạn lên đến mức đỉnh, tỷ giá này đã hồi phục, đạt 35,2 florin trên một bảng Anh.

Từ năm 1763 đến năm 1819

Cuộc khủng hoảng năm 1763 đã để lại hậu quả cho Hà Lan, Hamburg, Phổ và Scandinavia, với sự trợ giúp từ London. Pháp không bị ảnh hưởng gì: cuộc Chiến tranh Bảy năm đã hướng Pháp ra ngoài cuộc khủng hoảng. George Chalmers, một nhà bình luận sâu sắc thời đó, cho rằng đầu cơ bất động sản tại Mỹ là một nhân tố dẫn đến cuộc khủng hoảng, dù nhận định này không nhận được sự ủng hộ của nhiều tác giả. Amsterdam đã trở thành trung tâm để thực hiện các khoản thanh toán cho các đồng minh Anh, còn Hà Lan đã mở rộng nguồn tín dụng bằng cách đầu tư cả vào trái phiếu chính phủ Anh lẫn Wisselruiti (một loại hóa đơn thanh toán nhà ở), điều này dẫn đến một hệ thống tín dụng ảo dựa trên nền tảng yếu (mà người ta ví như là xây nhà trên cát) với các hóa đơn từ các nhà buôn tại Stockholm, Hamburg, Bremen, Leipzig, Altona, Lubeck, Copenhagen và St Petersburg. Hối phiếu và các chứng khoán của ngành vận chuyển hàng hóa cũng được lưu hành ở Amsterdam cùng với các hóa đơn thanh toán nhà ở. Khi giá cả hàng hóa giảm sau chiến tranh – đặc biệt là đường nhập khẩu từ Tây Ấn thuộc Pháp được khôi phục trở lại, các hóa đơn không được thanh toán. Hamburg cảnh báo các nhà buôn Amsterdam rằng họ sẽ tạm hoãn việc

thanh toán trừ khi ngân hàng DeNeufvilles nhận được trợ giúp. Theo một bản báo cáo thì lá thư đã tới quá muộn. Một ý kiến khác khẳng định kế hoạch giải cứu đó đã thất bại vì ngân hàng này đã có quá nhiều tai tiếng. Xét về lâu dài, trước khi người ta biết được DeNeufvilles lẽ ra có thể trả được 70% khoản nợ, nhưng họ đã đàm phán trả 60% với các chủ nợ. Cuối cùng, các chủ nợ Hamburg đã phải đợi 36 năm để có thể thu hồi được khoản vay này. Đòn chí tử là vào năm 1759, khi Vua Frederick II của Phổ cho đúc đồng bạc có pha kim loại để hỗ trợ cuộc chiến, ngài đã cho thu hồi tất cả đồng tiền xu cũ và đúc đồng tiền mới ở Amsterdam dựa trên nguồn tín dụng từ các chủ ngân hàng người Hà Lan. Việc rút lượng tiền kim loại cũ ra khỏi lưu thông trước khi đưa đồng tiền mới vào đã gây áp lực giảm phát lên tín dụng vì nguồn cung tiền bị thu hẹp.

London đã đứng ra giải cứu cho Amsterdam và nắm giữ vị trí đáng kể trong các giao dịch thương mại tài chính của Hà Lan với Scandinavia và Nga. Trái với mong muốn của mình, Vua Frederick đã phải hỗ trợ cho các nhà buôn Berlin bị mắc kẹt trong cuộc khủng hoảng do các hối phiếu của họ bị từ chối. Đầu mùa thu năm 1762, các nhà buôn người Thụy Điển than phiền rằng các hóa đơn mà họ đưa ra đã bị từ chối và không được thanh toán tại Amsterdam, trong khi đó số tiền được chuyển đến để thanh toán hóa đơn bị giữ lại. Liệu Amsterdam có cố gắng tự cứu mình bằng cách bán các loại chứng khoán Anh hay không – đó còn là một vấn đề gây tranh cãi. Wilson khẳng định rằng xét về khía cạnh này thì Amsterdam đã đưa cuộc khủng hoảng lan tới London. Carter đã nhấn mạnh rằng không thể tìm thấy bất cứ một bằng chứng nào về vụ buôn bán đó trong các giao dịch chuyển khoản.

Cuộc khủng hoảng năm 1772 đã trải dài từ Scotland, London sang Amsterdam và sau đó là sang Stockholm và St Peterburg. Dòng tiền đồng chảy mạnh từ Paris sang London đổ vào việc xây kênh đào và hội chứng bùng nổ ngân hàng trong Thời kỳ Khủng bố năm 1792, mà đỉnh điểm là sự kiện Louis XVI bị chém đầu vào tháng 1/1793; tới năm 1797, hướng đi của dòng kim loại quý đã đổi chiều trở lại khi trật tự tiền tệ được hồi phục gần như cũ dưới sự kiểm soát của Lãnh sự quán sau thời kỳ của tiền giấy.

Cuộc khủng hoảng năm 1810 tại Anh đã gây ảnh hưởng trong phạm vi nước này: lúc đầu các nhà xuất khẩu Anh đã bán quá nhiều sang Brazil, rồi

sau đó bị tách biệt với các cửa hàng tại Baltic của họ vì có lệnh phong tỏa. Cuộc khủng hoảng này đã được người dân ở Hamburg và New York biết rõ.

Các khía cạnh của các cuộc khủng hoảng 1816 và 1819 đã được xem xét trên phương diện quốc tế bởi vì viễn cảnh kết thúc chiến tranh năm 1814 đã dẫn tới một lượng lớn hàng hóa được sản xuất hàng loạt tại lục địa. Smart cho rằng đây là một hành động điên rồ mà nó sẽ nhanh chóng bị phá vỡ giống như các bong bóng South Sea và Mississippi. Khi hệ thống giá cả sụp đổ, hàng hóa đã được đưa tới Bắc Mỹ, điều này khiến Mỹ phải đưa ra hàng rào thuế quan vào năm 1816. Và kết quả là một cuộc suy thoái trầm trọng xảy ra không hề đi kèm với tâm lý hoảng loạn hay thậm chí là cơn bão khủng hoảng. Vào năm 1818 và 1819, cả hai bờ Đại Tây Dương đều dấy lên tâm lý hoảng loạn có liên quan với nhau xét ở một khía cạnh nào đó. Việc đầu cơ tích trữ hàng hoá bị thất bại vào năm 1818, tình cảnh túng quẫn và việc mất niềm tin “bắt ngu ồn từ hiện tượng buôn bán quá khả năng vốn” trong các giao dịch trước đó đã dẫn đến cuộc khủng hoảng năm 1819 tại Anh. Năm 1819 đánh dấu việc khôi phục hình thức thanh toán bằng tiền kim loại và vụ thảm sát Peterloo, khi công nhân Manchester và gia đình của họ tham gia chống đối đã bị các kỵ binh tấn công, ít nhất đã tám người thiệt mạng. Smart gọi đó là “năm thảm khốc”. Tại Mỹ, Ngân hàng thứ hai của Mỹ đã làm dấy lên tâm lý hoảng loạn khi yêu cầu các chi nhánh của mình buộc các ngân hàng liên bang phải bù đắp một lượng tiền lớn cho cán cân thu chi, mục đích là thu lại 4 triệu đô-la tiền kim loại để trả cho khoản vay ở châu Âu năm 1803 vốn được sử dụng để mua Louisiana Purchase. Tuy nhiên, bản thân ngân hàng này chính là một bong bóng đầu cơ, được dựng lại vào năm 1817, sau khi giải thể vào năm 1811. Ngân hàng do các giám đốc tham nhũng và tham lam điều hành, họ đã chấp nhận các kỳ phiếu thanh toán cho cổ phiếu, cổ phiếu ghi danh với những cái tên khác nhau nhằm trốn tránh quy định của pháp luật về vấn đề sở hữu, việc cấp các khoản vay dựa trên sự đảm bảo của cổ phiếu ngân hàng, chấp nhận các khoản vay khác mà không có thế chấp, hay cho phép các tài khoản được phép bội chi. Hammond cho rằng bước đi đúng đắn của giới kinh doanh trong thế kỷ XVIII đã mở đường cho niềm say mê dân chủ lớn nhanh, và con người đã chìm đắm trong niềm say mê đó, khiến quy trình kiểm soát của ngân hàng này đã không được thực hiện thận trọng.

Từ năm 1825 đến năm 1896

Cuộc khủng hoảng năm 1825 liên quan tới Anh và Nam Mỹ, mặc dù đã có một sự lan truyền rõ ràng tới Paris và kéo dài cho đến khi xuất hiện cơn hoảng loạn ở đây vào tháng 1/1828. Với cơn hoảng loạn xảy ra ở London vào tháng 12/1825, hoạt động kinh doanh nội địa đã bị chững lại, ảnh hưởng tới các ngân hàng tại Paris, Lyons, Leipzig và Vienna, khiến Italia và một số thị trường khác vốn phụ thuộc tài chính vào những trung tâm này phải giảm lượng mua. Các công ty cùng chung cảnh khốn khổ vì thua lỗ chứng khoán trong khu vực dệt may tại Alsace; các công ty có lượng tiền rất ít và lưu hành khoảng 9-16 triệu frăng kỳ phiếu để thay thế tiền. Hệ thống này đã đổ vỡ vào tháng 12/1827 vì các ngân hàng ở Paris từ chối đổi mới tiền giấy Alsatian, khi đó cuộc khủng hoảng tại London bắt nguồn từ việc đầu tư quá nhiều vào cổ phiếu tại Nam Mỹ đã lan sang các quốc gia châu Âu.

Åkerman gọi cuộc khủng hoảng năm 1825 và 1836 là cuộc khủng hoảng của người Mỹ – Anglo, trái ngược với cuộc khủng hoảng năm 1847 là cuộc khủng hoảng của người Pháp – Anglo. Hai cuộc khủng hoảng đều có những nét khác nhau: cuộc khủng hoảng năm 1825 là cuộc khủng hoảng Nam Mỹ – Anglo, còn cuộc khủng hoảng năm 1836 là cuộc khủng hoảng nước Mỹ – Anglo. Ngoài ra, cuộc khủng hoảng năm 1836 phức tạp hơn so với năm 1825.

Như đã đề cập, Tổng thống Jackson cho rằng hai quốc gia Anh và Mỹ cùng chịu trách nhiệm ngang nhau đối với cuộc khủng hoảng năm 1836 và 1839, trong khi đó Matthews lại khẳng định sẽ chẳng ích gì khi truy tìm căn nguyên của các cuộc khủng hoảng này. Quá trình mở rộng hệ thống tiền tệ tại hai quốc gia này rất khác biệt nhau. Việc quản lý ngân hàng một cách liều lĩnh được trợ giúp bởi hoạt động nhập khẩu bạc đã được bắt đầu từ Mỹ, trong khi đó các ngân hàng cổ phần mới được thiết lập ở Anh theo luật pháp năm 1826 và 1833. Các nhà đầu cơ Anh tập trung vào bông, dệt bông và đường sắt; trong khi đó các nhà đầu cơ Mỹ lại tập trung vào bông và đất đai, đặc biệt là đất trồng bông. Hơn thế nữa, các nhà buôn Mỹ-Anglo tại Anh đã hỗ trợ tài chính để Anh xuất khẩu sang Mỹ.

Cuộc khủng hoảng năm 1836 không đơn giản là một sự kiện của Mỹ – Anglo, mặc dù nó thường được nhắc tới theo khía cạnh này cùng với sự nhấn mạnh vào tầm ảnh hưởng của nó đối với sự đổi mới chính sách chiết khấu của Ngân hàng Anh. Hawtrey khẳng định rằng cuộc khủng hoảng đã bắt đầu tại Anh năm 1836 và 1837, lan sang Mỹ, sau đó vào tháng 5/1838, khi tình hình tại Anh đã tạm lắng xuống, cuộc khủng hoảng lại nổ ra tại Bỉ, Pháp và Đức, rồi quay trở lại lan sang Anh và cuối cùng là tới Mỹ vào năm 1839. Cuộc khủng hoảng ở Mỹ cũng ảnh hưởng trực tiếp tới Pháp và Đức khiến kim ngạch nhập khẩu giảm, giá giảm và một loạt ảnh hưởng về tài chính khác. Ngay lập tức Lyons cảm nhận được sự mất mát của các cửa hàng kinh doanh lụa. Việc thu mua tại Mỹ đóng vai trò rất quan trọng đối với sự thành công của các phi vụ tại Frankfurt và Leipzig. Vụ thất bại đầu mùa xuân năm 1837 đã đe dọa tới các nhà môi giới Mỹ tại Paris – những người phải bỏ vốn để thu mua tại London và Samuel Welles, chủ ngân hàng Mỹ, người phải dựa vào London để cung cấp vốn. Maison Hottinguer, một ngân hàng Pháp, đã giúp Nicholas Biddle của Ngân hàng Mỹ bao mua toàn bộ bông, khiến những người trồng bông tại Manchester, Rouen và Alsace bị điều đứng vào mùa hè và mùa thu năm 1838 trước khi việc đầu cơ thất bại vào tháng 11, sau sự tẩy chay của Pháp – Anglo. Hơn thế nữa, Ngân hàng Pháp đã hỗ trợ Ngân hàng Anh. Vào thập niên 1830, thế giới tài chính đã có những mối quan hệ phức tạp với phía bên kia Đại Tây Dương về lĩnh vực thương mại, giá cả hàng hóa, dòng vốn giữa Anh, Mỹ và Pháp.

Tháng 1/1847, tình cảnh khó khăn lại bao trùm London trước những lời kêu gọi mở đường sắt và cuộc khủng hoảng đã tới vào cuối mùa hè năm đó. Åkerman khẳng định tình cảnh khó khăn này là của Pháp – Anglo, nhưng nó đã có ảnh hưởng tới giao dịch giữa Anh – Ấn Độ, Amsterdam, Hà Lan, phần nào lan sang Đức, thậm chí tới New York. Một số bằng chứng về sự lan truyền của cuộc khủng hoảng có thể thấy từ các báo cáo phá sản mà Evans đã thu thập, trong đó liệt kê số lượng các vụ phá sản nhưng không cho biết giá trị tài sản của các ngân hàng hay công ty đã phá sản là bao nhiêu. Dữ liệu đối với trường hợp của Anh sẽ đầy đủ hơn so các nước khác vì Evans chỉ ghi lại các vụ phá sản nước ngoài quan trọng. Cho dù có sự thiếu sót nghiêm trọng đó, một bảng tính về các vụ phá sản trong một tháng cũng có thể cho thấy ấn tượng về làn sóng ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng khủng khiếp tới mức nào. Cuộc khủng hoảng tại Anh đã được

đánh giá là cuộc khủng hoảng rất nặng nề, chỉ duy nhất London trụ lại được.

Vụ phá sản của ngân hàng A. Schaaffhausen – Cologne vào ngày 29/3/1848 đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của hoạt động quản lý ngân hàng tại Đức. Chính phủ Phổ đã cho phép ngân hàng này được chuyển thành ngân hàng cổ phần, mặc dù chính sách hiện hành của quốc gia này chống lại sự mở rộng tín dụng thì việc ưu tiên này đã mở đường cho các ngân hàng Đức mở rộng đáng kể vào thập niên 1850, ảnh hưởng quan trọng tới sự phát triển của nền kinh tế Đức. Từ khi Cologne trở thành thành phố Hanseatic, ngân hàng này có thể có mối liên hệ chặt chẽ với mạng lưới ngân hàng thương mại của London-Antwerp-Hamburg-Bremen- Le Havre-Marseilles. Cologne có lợi thế là nằm ở vị trí giao thương giữa Hà Lan, Brabant, Pháp, phía đông và khu vực thượng lưu của Đức; thành phố này đã phải chứng kiến nhiều vụ phá sản bắt nguồn từ cuộc khủng hoảng Anh năm 1825. Có thông tin cho rằng ngoài việc tài trợ cho hoạt động nhập khẩu da từ Mỹ Latinh, phần lớn các khoản tài trợ ngân hàng dành cho các ngành công nghiệp nặng trong nước. Johann Wolter và Abraham Schaaffhausen đã khởi nghiệp với hoạt động buôn bán da, mua nguyên liệu da của Mỹ Latinh từ Tây Ban Nha, ban đầu thông qua Amsterdam và sau đó là giao dịch trực tiếp. Con trai của Abraham vốn là một thương nhân, người đại lý, người thầu vận chuyển và là chủ ngân hàng với nhiều mối quan hệ quốc tế. Tuy vậy, vấn đề chính của năm 1848 là hoạt động đầu tư vào bất động sản tại Cologne. Gần ¼ danh mục đầu tư của ngân hàng này là bất động sản và các khoản vay cho một nhà thầu xây dựng duy nhất. Nhà thầu này có tổng giá trị đầu tư khoảng 1,6 triệu thaler, trong khi vốn của ngân hàng là 1,5 triệu thaler. Với nhu cầu xã hội và nguồn tiền gửi ngày càng gia tăng, ngân hàng bắt đầu hợp tác với một đối tác Hà Lan, sau đó nhận được sự hỗ trợ của chi nhánh Ngân hàng Phổ đặt tại Cologne, một chi nhánh khác ở Münster, tập đoàn tài chính Seehandlung và tập đoàn xổ số Phổ. Thêm vào đó, việc A. Schaaffhausen được phép đổi thành A. Schaaffhausen'scher Bankverein có lẽ liên quan đến việc các ngân hàng cổ phần bị cấm đầu tư vào lĩnh vực bất động sản và tất cả các hình thức đầu cơ khác.

Năm 1857, cơn bùng nổ dẫn đến sự hoảng loạn diễn ra trên toàn thế giới. Các cuộc đổ xô đi tìm vàng tại California (1849) và Australia (1851) đã khiến các ngân hàng xuất khẩu đổ dồn về các nước này, góp phần tạo dựng niềm tin ban đầu trong kinh doanh tại châu Âu và Mỹ. Có thể đi đầu này sẽ tiếp tục và còn tiến xa hơn nữa nếu không xảy ra một sự việc, đó là Ấn Độ đã xuất khẩu nhiều hơn là nhập khẩu và bắt đầu nhận được các ngân hàng đầu tư sánh ngang Mỹ từ Anh – một quốc gia mà từ sau cuộc cách mạng 1848 đã không còn tha thiết gì với việc đầu tư tại châu lục của mình nữa. Tại châu Âu, thanh dư thanh toán vốn được tính bằng bạc được thay bằng vàng mới tìm được. Châu Âu và Mỹ đều đã trải qua các cơn bùng nổ về đường sắt và hoạt động ngân hàng. Sự mở rộng cơn bùng nổ này cũng bắt đầu từ các ngân hàng cổ phần của Anh, Đức và các ngân hàng Crédit Mobilier, Crédit Foncier, Crédit Agricole của Pháp - những ngân hàng đã tạo nên các khoản cho vay khổng lồ. Các nước Scandinavia bị kích thích rất mạnh bởi cơn bùng nổ xuất phát từ các đạo luật hạn chế nhập khẩu ngũ cốc vào Anh, luật trồng rừng và các đạo luật hàng hải. Hàng loạt vụ mùa thất thu liên tiếp cộng với cuộc chiến tranh Crimea đã khiến tổng lượng xuất khẩu của Nga giảm hẳn, đồng thời làm tăng giá ngũ cốc trên toàn thế giới. Trong giai đoạn này, nông dân Anh là những người được lợi nhiều nhất, đây là những năm “vàng” của họ, dù có hay không có các đạo luật hạn chế nhập khẩu ngũ cốc năm 1846. Sau chiến tranh, giá ngũ cốc giảm mạnh do sự trở lại của các ngân hàng phân phối từ Nga cũng như việc giảm thiểu xây dựng đường sắt. Hậu quả là sự sụp đổ của chi nhánh ngân hàng Ohio tại New York, tiếp đó lần lượt tới New York, Ohio, Pennsylvania, Maryland, Rhode Island, Virginia, rồi sau đó là Liverpool, London, Paris, Hamburg, Oslo và Stockholm. Số liệu của Evans về các vụ phá sản năm 1857 sơ sài hơn tài liệu năm 1847, vì vậy khó có thể tìm hiểu được nguyên nhân của những rủi ro này. Sự thất bại của chi nhánh ngân hàng tại New York và công ty Trust Company xảy ra cùng thời điểm Anh rút đầu tư khỏi Mỹ do tỷ lệ lãi suất tại London tăng.

Bản chất cuộc khủng hoảng từ thảm kịch Ohio Life vào ngày 24/8 cho đến việc đình chỉ Đạo luật Ngân hàng tại London vào ngày 12/11, qua khoản vay của Hamburg từ Áo (Silberzug) vào ngày 10/12. Clapham đã quan sát thấy rằng cuộc khủng hoảng xảy ra gần như cùng lúc tại Mỹ, Anh, Trung Âu rồi đổ dồn đến Nam Mỹ và Nam Phi. Rosenberg gọi đây là “cuộc

khủng hoảng toàn cầu đầu tiên”. Phòng thương mại Elberfeld (Đức) nhận định: “Thế giới là một khối thống nhất, chính công nghiệp và thương mại là hai ngành góp phần làm nên tính thống nhất đó.”

Bảng 7.1: Bảng thống kê các vụ phá sản trong giai đoạn 1847-1848

Tháng		1847												1848											
		10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Thống kê		11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3
London		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Liverpool		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Manchester		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Glasgow		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ của Anh		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Glasgow		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ của VQ Anh		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Paris		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Le Havre		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Marseille		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ của Pháp		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Amsterdam		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ của Hà Lan		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Hamburg		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Frankfurt		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Berlin		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ của Đức		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonn		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ thuộc Châu Âu		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
New York		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ của Mỹ		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cho tỷ lệ của châu Âu		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Cuộc khủng hoảng năm 1866 là hậu quả của khủng hoảng bắt đầu từ năm 1864. Åkerman cho rằng nó khá giống với cuộc khủng hoảng năm 1857, ở chỗ nó theo sau cuộc Nội chiến (1861-1865) cũng giống như cuộc khủng hoảng 1957 theo sau cuộc chiến tranh Crimea, và vụ sụp đổ giá bông năm 1866 cũng tương tự vụ sụp đổ giá lúa mì xảy ra một thập niên trước đó. Mọi người đều nhận định năm 1864 là thời điểm cuộc khủng hoảng tại Anh diễn ra nghiêm trọng. Thời điểm cơn hoảng loạn xảy ra vào thứ Sáu đen tối ngày 11/5/1866 liên quan mật thiết với cuộc chiến tranh Áo-Phổ, là thời điểm thị trường chứng khoán sụp đổ gắn với tin đồn chiến tranh, tiếp theo là chiến tranh xảy ra, nối tiếp là vụ corso forzoso diễn ra vào ngày 11/5/1866, khi chính phủ Italia tạm ngừng đổi đồng lira sang vàng để bù vào khoản vay ưu tiên trị giá 250 triệu lira từ ngân hàng quốc gia. Tương tự cuộc khủng hoảng Overend là cuộc khủng hoảng Gurney, bắt nguồn từ sự sụp đổ của hoạt động đổi tiền giấy sang vàng, do chịu ảnh hưởng từ việc rút vốn để chuyển sang Paris và việc bán chứng khoán nước ngoài. Thị trường London có nhiều biến động vào giữa tháng 4 do tin đồn chiến tranh. Thị trường chứng khoán Đức vào ngày 2/5 bị một phen hú vía do sự huy động vốn và một lần nữa, vào ngày 12/5, chiến tranh lại nổ ra. Ngày

11/5, Ngân hàng Phổ tăng lãi suất chiết khấu lên 9%. Trong cùng ngày, tại thị trường London xảy ra cơn hoảng loạn do người gửi đồ xô đi rút tiền tại các ngân hàng yếu kém, trong khi khủng hoảng tài chính đang gây ảnh hưởng trên phạm vi sâu rộng. Alfred André, một quan chức người Pháp tại Ai Cập, đã phải vất vả một tuần liền ở London để tìm kiếm các khoản lợi tức cho công ty của mình tại thời điểm diễn ra cuộc khủng hoảng Overen, Gurney. Ông này quay trở lại Paris vào ngày 17/5 và đưa ra kết luận rằng các công ty tài chính đã bị phá sản, tình hình kinh doanh của các công ty này đã bị tê liệt tại Italia, Phổ, Áo và Nga, còn tại Pháp, hoạt động kinh doanh vẫn diễn ra khá tốt song chỉ trong một thời gian ngắn.

Không có mối liên hệ rõ ràng giữa cuộc khủng hoảng vàng tại Mỹ vào tháng 9/1869 và cuộc khủng hoảng tại Australia cũng vào tháng 9 năm đó. Đồng nội tệ của hai quốc gia này đều được thả nổi. Các cơn bùng nổ đầu tư theo sau cuộc chiến tranh cũng đồng thời xảy ra ở cả hai quốc gia này, mặc dù sức tàn phá từ cuộc xung đột diễn ra mạnh hơn ở Mỹ. Wirth đã mở đầu cuộc thảo luận vất vả của ông về “vụ sụp đổ lớn năm 1869”, diễn ra trước vụ sụp đổ thật sự vào năm 1873, với một số điểm đáng lưu ý về các khoản đầu tư của Đức và Australia tại Mỹ, việc hàng hóa Mỹ thâm nhập vào thị trường châu Âu và việc mở rộng hoạt động vận chuyển và ngân hàng dọc bờ biển Atlantic. Tuy nhiên, Wirth đã không đề cập cuộc khủng hoảng vàng tại Mỹ và dường như ông không chỉ ra mối liên hệ nào ở đây. Các bản báo cáo về cuộc khủng hoảng vàng năm 1869 tại Mỹ đã không đề cập tới thị trường Australia. Mối liên hệ có thể diễn ra đối với giá lúa mì mà Jay Gould và Jim Fisk đang cố gắng đẩy giá lên khi hai người này đưa ra khoản lợi tức từ vàng (ví dụ: khoản chiết khấu đối với đồng đô-la). Những khó khăn bắt nguồn từ “vụ sụp đổ” vào tháng 9/1869 đang tập trung tại Hungary – quốc gia trồng lúa mì. Gould nhấn mạnh rằng Mỹ có thể bán lúa mì cho Anh nhờ cạnh tranh về giá nhân công rẻ mạt và việc vận chuyển nước từ bờ biển Địa Trung Hải với giá chênh lệch so với vàng ở mức 45, nhưng Mỹ không thể bán lúa mì so với vàng dưới mức 40. Một sự sụt giảm trong mức chênh lệch so với vàng tại Mỹ vào tháng 9 lẽ ra đã có thể hỗ trợ cho triển vọng kinh tế tại Hungari.

Câu chuyện về năm 1873 bắt đầu từ khoản bồi thường chiến tranh Pháp-Phổ khi 1/10 khoản bồi thường được trả bằng vàng vào năm 1871, dẫn tới

hoạt động đầu cơ tại Đức và lan rộng sang Áo. Jay Cooke, được coi là kẻ đến sau trong ngành tài chính đường sắt và đang tìm kiếm nguồn vốn đầu tư cho các tuyến đường sắt tại châu Âu nhằm mở rộng đường sắt tới Bắc Đại Dương, đã cố gắng vay vốn tại Frankfurt nhưng không thể cạnh tranh với cơn bùng nổ đầu tư xây dựng tại Đức và Australia. Có một số sự kiện gây sốc như việc Kênh đào Suez mở cửa vào năm 1869, sai lầm của các nhà chức trách Đức trong việc thanh toán bằng tiền xu mới trước khi xóa bỏ hình thức thanh toán bằng tiền xu bạc trước đó, vụ hỏa hoạn tại Chicago vào ngày 9/10/1871, đặc biệt là tin mừng về sự hợp nhất từ chính phủ Đức dưới sự lãnh đạo của Bismarck (Phổ). Khoản bồi thường 90 triệu bảng Anh mà Đức thu được đã gây nguy cơ bất ổn tại Anh, xuất phát từ việc đổi vàng. Pháp đã giảm bớt khoản bồi thường và không bị ảnh hưởng bởi tình trạng lạm phát đang diễn ra trên khắp các quốc gia châu Âu.

Một câu hỏi quan trọng là mối liên hệ giữa sự sụp đổ vào tháng 5/1873 tại Áo và Đức sau một vài tháng suy thoái và tại Mỹ vào tháng 9. Có một mối liên kết thông qua những thay đổi trong hoạt động đầu tư của người Đức vào các tuyến đường sắt tại Mỹ; đầu tiên là các nhà đầu tư Đức tiến hành đầu cơ vào các tuyến đường sắt và bất động sản ở miền tây, tiếp đó là việc tạm ngừng đột ngột các khoản đầu tư khác. McCartney đã nhấn mạnh rằng, nhìn chung, năm 1873 được coi là một cuộc khủng hoảng quốc tế đầu tiên có ý nghĩa quan trọng. Cuộc khủng hoảng đã nổ ra tại Áo và Đức vào tháng 5, lan rộng sang Italia, Hà Lan và Bỉ, tiếp đó là Mỹ vào tháng 9, cuối cùng lan sang Anh, Pháp và Nga. Trên thực tế, sự bất ổn về kinh tế cũng đã diễn ra tại thành phố Vienna vào ngày 1/11 nhưng chỉ trong khoảng thời gian ngắn. Trong bảng nghiên cứu về các cơn hoảng loạn của sở giao dịch chứng khoán trên toàn thế giới, Morgenstern đã ghi chép bằng chứng rõ ràng về tính lan truyền của các cuộc suy thoái trong năm đó, bao gồm cả thành phố Amsterdam và Zurich. Trong cơn suy thoái năm 1875, Baron Carl Meyer von Rothschild đã viết thư cho Gerson von Bleichröder và chỉ trích về tình hình giá cổ phiếu thấp đang diễn ra khắp nơi, đồng thời đưa ra lưu ý rằng “toàn thế giới đang thu hẹp lại trong một thành phố”.

Một loạt những vụ thất bại và cơn suy thoái đã diễn ra, như thành phố Glasgow năm 1878, ngân hàng Union Générale năm 1882 và thị trường chứng khoán New York năm 1884; cơn hoảng loạn trên thị trường chứng

khoán châu Âu năm 1887 bắt nguồn từ cuộc chiến tranh giữa Nga và Thổ Nhĩ Kỳ; lũng đoạn thị trường đồng năm 1888 tại Paris với sự thất bại của Comptoir d'Escompte; cuộc khủng hoảng Baring năm 1890, sự kiện kênh đào Panama năm 1892 và cơn hoảng loạn ở New York năm 1893.

Morgenstern và Pressnel đã nghiên cứu chi tiết về tính lây lan của các cuộc suy thoái, hai ông đặc biệt tập trung vào cuộc khủng hoảng Baring và vấn đề quan trọng là sức ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng này đối với hoạt động dự trữ vàng của Ngân hàng Anh. Cuộc khủng hoảng Baring năm 1890 gây ra tình trạng khó khăn còn hơn cả cơn hoảng loạn ở New York do các nhà đầu tư Anh đã bán các chứng khoán tốt tại thị trường Mỹ để thanh toán các khoản vay xấu tại thị trường Mỹ Latinh. Có quan điểm cho rằng cuộc khủng hoảng tài chính tại New York vào tháng 10/1890 là tác nhân dẫn đến sự sụp đổ của hệ thống Baring Brothers vào tháng 11, thông qua hàng loạt vụ thua lỗ tại London - điều này khiến Baring càng tiếp tục lâm vào tình cảnh khó khăn. Cuộc khủng hoảng Baring, được quy là xuất phát từ những khó khăn tại Argentina, đã gây ra đợt suy giảm mạnh về hoạt động cho vay rộng rãi của Anh và là tác nhân góp phần lớn vào các cuộc khủng hoảng kinh tế tại Nam Phi, Australia và Mỹ năm 1893.

Năm 1907

Cuộc khủng hoảng năm 1907 bắt đầu sớm hơn vài năm ở Italia. Trong những năm đầu thế kỷ, Italia đã tiến hành khôi phục nền kinh tế. Hoạt động đầu cơ với nguồn tín dụng diễn ra tràn lan. Một hoạt động đầu tư mạo hiểm nhưng chắc chắn là sử dụng nguồn vay để đầu cơ vào chính cổ phiếu của mình; tỷ lệ cổ tức cao được thanh toán bằng tiền mặt đi vay nhằm thu hút các nhà đầu tư. Thảm kịch xảy ra vào tháng 5/1905 với sự kiện hàng loạt công ty mới bị phá sản. Tháng 10/1906, sự tụt dốc lại tái diễn trên thị trường chứng khoán Genoa. Tháng 4 và 5 năm 1907, hoạt động cho vay từ Paris và London sụt giảm càng khiến cuộc khủng hoảng thêm trầm trọng. Ngân hàng Società Bancaria Italiana được thành lập năm 1898 với nguồn vốn 4 triệu lira, tăng lên 5 triệu vào năm 1899, 9 triệu vào năm 1900, 20 triệu vào năm 1904, 30 triệu vào năm 1905 và đạt mức 50 triệu vào tháng 3/1906. Những vấn đề thường nhật của ngân hàng, giữa nhân sự cũ và mới, xuất hiện khi nguồn vốn của ngân hàng đã đạt lên một cấp khác. Trụ sở chính của ngân hàng ở Milan không biết đến những rủi ro

xuất hiện tại chi nhánh ngân hàng ở Genoa. Cụ thể là ngân hàng đã thực hiện nhiều hoạt động repo chứng khoán. Tháng 12/1906, chủ tịch Stringher của ngân hàng Banca d'Italia đã rất lo lắng trước các khoản cho vay kém chất lượng và khoản vay lớn của ngân hàng từ ngân hàng trung ương. Mùa xuân năm 1907, khi Paris và London dừng các khoản tín dụng mới đối với Italia và Mỹ, ngân hàng đã sụp đổ. Các mối liên hệ trực tiếp giữa Turin-Milan-Genoa và New York bị giới hạn. Tuy nhiên, thị trường Italia đã gắn với Paris, thị trường New York liên kết chủ yếu với thị trường London, còn thị trường Paris và London có quan hệ qua lại với nhau. Bonelli khẳng định khi Paris bán cổ phiếu Anh, đồng thời cả Paris và London cùng dừng hoạt động cho vay, các nước thuộc địa đột nhiên nhận thấy việc thiếu hụt vốn và bắt buộc phải dừng các dự án đầu tư dưới sức ép của nhu cầu, thị trường, việc làm và giá cả. Sự tương đồng giữa Italia trong năm 1907 và các nước thuộc địa rất rõ nét. Bonelli khẳng định việc Paris cắt các khoản vay đối với Italia có thể gây ra hậu quả nghiêm trọng hơn nếu như không có nguồn tài chính chuyển đến từ Mỹ. Từ Atlantic, New York tới Naples có mối liên hệ trực tiếp với nhau. Trong bài viết *The Panic as a World Phenomenon* (Sự hoảng loạn – một hiện tượng có tính chất toàn cầu), Bonelli tập trung xem xét mối quan hệ trực tiếp giữa các thị trường và đối lập với quan điểm của Frank Vanderlip – một chủ ngân hàng ở New York. Vanderlip cho rằng vấn đề chính của cơn hoảng loạn là cuộc chiến tranh Boer, chiến tranh Nga – Nhật và trận động đất ở San Francisco. Nhưng sau màn khởi đầu hoành tráng đó, ông đã thảo luận về các hình thức doanh nghiệp mới và sự cần thiết mở rộng tài trợ.

Sự phân chia quốc tế năm 1929

Tổng thống Hoover cho rằng nguyên nhân thật sự dẫn đến cuộc suy thoái là do trong suốt Chiến tranh thế giới thứ nhất, châu Âu đã mở rộng sản xuất ra ngoài, một sự mở rộng quá mức vào năm 1925 khi nền sản xuất của châu Âu được phục hồi. Thêm vào đó, còn có nhiều vấn đề tài chính phức tạp như các khoản bồi thường và nợ chiến tranh, sự lên giá của đồng bảng Anh và xuống giá của đồng franc Pháp cùng các khoản bồi thường chiến tranh của Đức theo Kế hoạch Dawes. Một vài trách nhiệm được quy cho việc cắt giảm tỷ lệ lãi suất ở New York vào mùa hè năm 1927 nhằm hỗ trợ Anh trong việc giữ mức giá cao của đồng bảng Anh, trong khi mục tiêu của

Mỹ có thể đạt được tốt hơn qua việc tăng lãi suất. Hoạt động mua trái phiếu nước ngoài của Mỹ đã dừng lại khi giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán New York bắt đầu tăng vào tháng 3, đặc biệt là sau tháng 6/1928. Cùng thời gian đó, Đức, các nước Mỹ Latinh và Australia thực hiện luân chuyển các khoản vay ngắn hạn. Đức phản ứng trước việc giảm dòng tiền vào bằng cách giảm phát kinh tế nhằm có đủ tiền mặt thanh toán cho các khoản bồi thường chiến tranh. Argentina, Australia, Uruguay và Brazil đều nhận thấy cán cân thanh toán của mình rơi vào tình trạng bất lợi. Không thể tiếp tục đầu tư phát triển bằng các khoản nợ ngắn hạn hoặc vay nợ thêm, đồng tiền của các nước này bắt đầu giảm giá ngay sau khi thị trường chứng khoán sụp đổ vào tháng 10/1929, nguyên nhân là một số mặt hàng như lúa mì, cà phê, cao su, đường, lụa và vải bông bị mất giá mạnh. Giá cả và hoạt động kinh doanh tại Mỹ chịu tác động lớn (xem Chương 4).

Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York bất chấp sự phản đối của Cục Dự trữ Liên bang tại Washington, đã đưa ra một chương trình mở rộng thị trường với sáng kiến nhằm giảm bớt sự hạn chế tín dụng vào đầu năm 1929. Trong nửa đầu năm 1930, hoạt động cho vay quốc tế gia tăng; số lượng các khoản cho vay quốc tế trong quý hai, từ tháng 4 đến tháng 6, cao hơn bất kỳ quý nào trong thập niên 1920 và 1930. Tuy nhiên, tình trạng giá sụt giảm tới mức thấp và sự mất lòng tin ở Đức, nhất là sau khi Đảng Quốc xã giành thắng lợi trong cuộc bầu cử tháng 9/1930, cho thấy thế giới vẫn đang trong thời kỳ khủng hoảng. Các ngân hàng ở Trung Âu, chủ yếu là tại Áo và Đức, đều cố gắng cải thiện vị thế bằng cách tăng giá cổ phiếu của mình. Hai ngân hàng tư nhân là Banque Adam và Banque Oustric đã bị thua lỗ ở Paris sau khi xảy ra vụ scandal liên quan đến ba quan chức chính phủ và dẫn đến sự sụp đổ chính phủ. Năm 1931, chính quyền Laval lên nắm quyền. Quá trình giảm phát bắt đầu: ngân hàng Credit Anstalt ở Vienna phá sản vào tháng 5, ngân hàng Danatbank ở Đức phá sản vào tháng 7, hiệp định chấm dứt của Đức vào tháng 7, một loạt giao dịch rút vốn từ London vào tháng 8, đỉnh điểm là việc Anh quyết định dừng chuyển đổi từ đồng bảng ra vàng vào tháng 9/1931. Trong thời kỳ này, khối các nước lấy vàng làm bản vị tiền tệ như Pháp, Bỉ, Hà Lan và Thụy Sĩ bắt đầu mua vàng bằng đồng đô-la Mỹ và rút vàng ra khỏi Mỹ đã khiến nguồn dự trữ của các ngân hàng Mỹ sụt giảm. Nhật Bản rút vàng vào tháng 9/1931. Sự giảm phát ở Mỹ xuất phát từ việc tăng giá của đồng đô-la Mỹ (trong lúc đó, đồng

bảng Anh bị giảm giá và đồng tiền của khối các nước sử dụng đồng bảng Anh cũng giảm giá theo) và sự sụt giảm của nguồn dự trữ ngân hàng. Tháng 2/1932, Đạo luật Glass-Steagall được ban hành nhằm phục hồi hệ thống tiền tệ thông qua các nghiệp vụ thị trường mở, nhưng đã quá muộn. Các ngân hàng tiếp tục phá sản trong quá trình giảm phát của nền kinh tế. Nền kinh tế xuống đến đáy cùng với sự kiện ngày lễ Bank Holiday (ngày nghỉ của ngân hàng) được bắt đầu vào tháng 3/1933 và sự giảm giá của đồng đô-la vào mùa xuân năm đó.

Lịch sử đã chứng minh cuộc suy thoái vào thập niên 1930 không phải bắt nguồn từ Mỹ.

Sự lây lan và cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á

Cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á lây lan tới một nửa thế giới bắt đầu vào ngày 2/6/1997 khi Thái Lan tuyên bố không có khả năng thanh toán nợ nước ngoài. Trách nhiệm về sự lan truyền khủng hoảng thuộc về giới quan sát ở các quốc gia đang trong cơn khủng hoảng (đặc biệt là Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Hàn Quốc) – các chuyên gia, chính phủ và cá nhân – những người đề xuất sự bãi bỏ quy định đối với họ, cũng như bản thân những người đi vay và cho vay, đặc biệt là các ngân hàng và các khoản đầu tư nhà ở vốn đã cho vay ngoại tệ một cách tự do và rồi đột ngột dừng hoạt động đó. Cuộc khủng hoảng tài chính châu Á dường như xảy ra rất bất ngờ vì “những con hổ Đông Á” đã tăng trưởng rất nhanh trong thập niên 1980 và 1990. Một hoạt động thông thường của “những con hổ” này là vay nợ ngoại tệ rất nhiều, đầu cơ trong bất động sản và gấn đồng nội tệ của họ với đồng đô-la Mỹ, dẫn tới việc định giá quá cao đồng nội tệ bởi vì giá cả trong nước tăng cao. Các nhà chức trách Hàng Không đã giành quyền kiểm soát tỷ suất lợi nhuận bằng cách giảm các khoản cho vay trong lĩnh vực xây dựng - từ 90% vào đầu thập niên 1990 xuống còn 60% vào giữa thập niên 1990, vì vậy tỷ suất lợi nhuận tăng lên không phải do các khoản cho vay khổng lồ của các ngân hàng. Giữa các quốc gia có nhiều điểm khác biệt; chẳng hạn chính phủ Thái Lan thì minh bạch, yếu ớt và do dự; chính phủ Indonesia thì tham nhũng, mạnh mẽ và quyết đoán. Các chính sách cũng khác nhau. Thái Lan đã mất 24 tỷ đô-la tài sản dự trữ khi nỗ lực chống lại nạn đầu cơ phá giá đồng бат, cuối cùng vẫn phải chấp nhận đồng бат mất

giá. Ngược lại, Indonesia sớm chấp nhận thả nổi đồng rupiah trước sức ép đầu cơ. Thủ tướng Malaysia Mahathir đã lên án những kẻ đầu cơ nước ngoài như George Soros của quỹ đầu cơ Quantum, người từ chối bán đồng rupiah ngắn hạn; Mahathir đã ban hành lệnh hoãn thanh toán nợ nước ngoài.

Sự lan truyền cuộc khủng hoảng tài chính tới Nga và Brazil mang tính tâm lý nhiều hơn vì thị trường tài chính đã nhận ra rằng các quốc gia này đều có số lượng nợ lớn và đồng nội tệ của họ bị đánh giá quá cao so với giá trị thực, trường hợp của Nga còn thêm yếu tố tham nhũng trong hệ thống chính quyền. Sự đổ vỡ ở Nga vào đầu thập niên 1990 dẫn đến việc mở rộng quá trình tư nhân hóa. Theo một trình tự đúng, trạng thái phẫn phơ dẫn đến việc mua sắm quá mức và đầu tư thái quá, đồng thời nạn tham nhũng dẫn đến những khoản bị thất thoát thiếu minh bạch. Thị trường chứng khoán sụp đổ vào ngày 11/8/1998, tiếp theo sau đó sáu ngày là việc thả nổi đồng rúp.

Những vấn đề của Brazil là việc bãi bỏ quy định, sự thâm hụt tài khoản vãng lai, các dòng vốn đổ vào bị dừng đột ngột và sự giảm sút của thị trường xuất khẩu sang châu Á, đặc biệt là nguyên liệu gỗ để chế biến giấy. Sự giảm giá và thả nổi giá lần thứ hai vào đầu năm 1999 dẫn đến việc tăng giá cổ phiếu và tăng giá trị thực tế.

Chương 8: SỰ LAN TRUYỀN BONG BÓNG: TỪ TOKYO ĐẾN BANGKOK ĐẾN NEW YORK

Trong 15 năm cuối thế kỷ XX đã có bốn bong bóng giá tài sản khác nhau. Đầu tiên phải kể đến bong bóng bất động sản và cổ phiếu ở Tokyo trong nửa cuối thập niên 1980. Cùng thời kỳ này xuất hiện bong bóng thứ hai là bong bóng bất động sản và cổ phiếu ở ba nước Bắc Âu – Phần Lan, Na Uy và Thụy Điển. Vào giữa thập niên 1990, bong bóng thứ ba diễn ra tại Bangkok, Kuala Lumpur, Jakarta, Hồng Kông và các trung tâm tài chính quốc gia gần đó. Cuối cùng là bong bóng cổ phiếu Mỹ, đặc biệt là trên thị trường OTC vào nửa cuối thập niên 1990.

Bong bóng giá tài sản ít xuất hiện tại các nước công nghiệp trọng yếu; bong bóng gần đây nhất ở Mỹ là cuối thập niên 1920. Nhật Bản chưa từng có bong bóng giá tài sản nào trước đó, các quốc gia châu Á cũng vậy. Bong bóng xuất hiện tại sáu hay tám quốc gia vào cùng một thời điểm là hiện tượng chưa từng có. Thế nhưng bốn bong bóng giá tài sản khác nhau trong giai đoạn 15 năm cũng là sự kiện chưa có tiền lệ.

Các bong bóng giá tài sản này liên quan đến nhau một cách hệ thống. Bong bóng tại các nước Bắc Âu xuất phát từ việc chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng đóng tại Tokyo và Osaka đẩy mạnh hoạt động cho vay. Sự trùng hợp nằm ở chỗ các nhà điều hành ngành ngân hàng tại Nhật Bản nói lỏng giới hạn về các hoạt động nước ngoài cho các ngân hàng Nhật cùng thời điểm mà các nhà chức trách ở các nước Bắc Âu nói lỏng giới hạn về việc đi vay nước ngoài cho các ngân hàng trong nước. Khi dòng tiền cho vay từ các chi nhánh của các ngân hàng Nhật Bản đóng tại London, Zurich và các trung tâm nước ngoài đến tay những người đi vay ở ba nước Bắc Âu, giá bất động sản và cổ phiếu tăng mạnh. Bong bóng ở Thái Lan và các quốc gia châu Á được châm ngòi bởi dòng vốn đầu tư từ Tokyo vào những năm sau việc bong bóng giá tài sản ở Nhật Bản nổ tung. Bong bóng cổ phiếu Mỹ bắt đầu vào giữa thập niên 1990 và gia tăng mạnh mẽ sau khi một loạt bong bóng ở Thái Lan, Malaysia, Indonesia và các quốc gia lân cận nổ tung.

trong nửa cuối năm 1997 – nguyên nhân kích thích dòng tiền chảy mạnh từ các quốc gia châu Á tới Mỹ. Năm 1998, Cục Dự trữ Liên bang cung cấp thêm thanh khoản cho hệ thống tài chính Mỹ để đương đầu với tình trạng bất ổn do sự sụp đổ của LTCM gây ra. Năm 1999, Cục Dự trữ Liên bang lại cung cấp thêm thanh khoản để đề phòng sự cố Y2K.

Mối liên kết giữa các bong bóng giá tài sản nói trên là “tiền đã chảy ồ ạt” từ Tokyo đến Bangkok và các quốc gia châu Á sau khi bong bóng ở Nhật Bản nổ tung – nguyên nhân kéo đồng yên lên giá, đồng thời làm giảm tính cạnh tranh của Nhật Bản. Các công ty Nhật Bản bắt đầu thực hiện việc thuê ngoài sản xuất ở Trung Quốc và các nước Đông Nam Á nhằm giảm chi phí sản xuất. Các bong bóng ở Thái Lan và các quốc gia châu Á bùng nổ khiến vị thế tài chính của họ với bên ngoài bị đảo chiều mạnh mẽ; đồng tiền của hầu hết các quốc gia này (ngoại trừ đồng nhân dân tệ Trung Quốc và đồng đô-la Hồng Kông) mất giá đột ngột. Người ta chứng kiến một bước ngoặt trong vị thế giao dịch của họ trên trường quốc tế mà hệ quả chính là việc nhập siêu của Mỹ tăng. Có một sự gia tăng đáng kinh ngạc trong dòng tiền chảy từ các quốc gia này tới Mỹ, nó góp phần quan trọng khiến giá cổ phiếu Mỹ tăng; người dân Mỹ sử dụng phần lớn số tiền thu được từ việc bán chứng khoán cho người nước ngoài để mua chứng khoán khác ở trong nước. Giá chứng khoán Mỹ tăng cao hơn; lần lượt những người bán đó lại sử dụng phần lớn số tiền thu được để mua tiếp chứng khoán trong nước. Tiền luân chuyển từ nhà đầu tư này đến nhà đầu tư khác với mức giá ngày càng tăng.

Bàn tay vô hình vẫn luôn thường trực khi đồng tiền chảy từ quốc gia này tới quốc gia khác và luôn có những đi ều chỉnh tự động tại các quốc gia nhận vốn cũng như các quốc gia cấp vốn. Một đi ều chỉnh trong nhóm các quốc gia nhận vốn là đồng tiền của họ lên giá trên thị trường ngoại hối, còn ở nhóm quốc gia cấp vốn, giá tài sản hầu như luôn tăng. Việc tăng dòng tiền vào từ nước ngoài gần như luôn gắn liền với các cơn bùng nổ kinh tế. Người ta bắt đầu liên tưởng đến câu chuyện về con gà và quả trứng: hoạt động kinh tế sôi nổi hấp dẫn ngu ồn vốn nước ngoài và dòng tiền nước ngoài chảy vào, dẫn đến hoạt động đầu tư doanh nghiệp gia tăng, vì giá cổ phiếu cao hơn đi đôi với chi phí vốn thấp hơn cho các doanh nghiệp trong nước; các dự án đầu tư sẽ mở rộng phạm vi sinh lãi khi chi

phí vốn giảm. Tài sản hộ gia đình tăng khiến hoạt động tiêu dùng tăng, hay nói cách khác, khiến tỷ lệ tiết kiệm giảm. Tương tự, giá tài sản tăng cũng có nghĩa là ngày càng có nhiều hộ gia đình đạt chỉ tiêu tiết kiệm hơn.

Do đó, bong bóng giá tài sản bùng phát ở các thủ đô thuộc các quốc gia châu Á bắt nguồn từ cơn bùng nổ bong bóng giá tài sản ở Tokyo và việc Nhật Bản thúc đẩy dòng tiền ra nước ngoài vào đầu thập niên 1990. Phần lớn lượng vốn này thuộc sở hữu của người Nhật; một số là của người nước ngoài – những người bán các cổ phiếu Nhật khi chúng bị sụt giá. Dòng vốn chảy từ Tokyo đến Thái Lan, Indonesia và các quốc gia châu Á khác đã làm đồng tiền của các quốc gia này gia tăng giá trị hối đoái khi chúng được thả nổi trên thị trường ngoại hối, đồng thời làm tăng tài sản dự trữ quốc tế và nguồn cung tiền khi các đồng tiền đó bị ghìm giữ. Sự gia tăng tỷ lệ tăng trưởng về thu nhập quốc nội của các quốc gia này là kết quả từ sự gia tăng chi tiêu đầu tư và chi tiêu tiêu dùng khi bất động sản và cổ phiếu lên giá. Người dân ở các quốc gia này sử dụng phần lớn số tiền thu được từ việc bán chứng khoán và tài sản cho người Nhật để mua chứng khoán và bất động sản trong nước.

Thuật ngữ “tăng đột biến” diễn tả sự gia tăng giá trị của đồng tiền trên thị trường ngoại hối so với giá trị thu được từ những chênh lệch giữa tỷ lệ lạm phát trong nước và tỷ lệ lạm phát ở các đối tác giao dịch chính của quốc gia. Ngược lại, “giảm đột biến” bao hàm sự mất giá thật sự. Tăng đột biến và giảm đột biến là những phản ứng không thể tránh khỏi đối với những thay đổi về lượng các dòng vốn nước ngoài từ giai đoạn này đến giai đoạn tiếp theo. Theo đó, các giao dịch trong thị trường ngoại hối của các nhà đầu tư ngày càng gây biến động đối với tỷ lệ các khoản nợ trong tài sản của họ. Điều này đã làm thị trường mất ổn định bởi lẽ nó khiến giá trị của đồng tiền trên thị trường ngoại hối bị lệch so với giá trị thu được từ sự chênh lệch trong tỷ lệ lạm phát quốc gia.

Vào thập niên 1980, các quỹ đầu tư về chỉ số cổ phiếu toàn cầu đã mua cổ phiếu của Nhật Bản khi giá cổ phiếu ở Tokyo đang tăng và các giao dịch này góp phần làm cho đồng yên và cổ phiếu của Nhật tăng giá. Họ tin tưởng rằng phần trăm giá trị cổ phiếu Nhật Bản trong danh mục đầu tư của họ phải tỷ lệ thuận với tỷ số giá trị thị trường của toàn bộ cổ phiếu Nhật

trên giá trị thị trường của cổ phiếu tại tất cả các thị trường quốc gia. Khi cổ phiếu Nhật sụt giá cùng với cơn bùng nổ bong bóng, các quỹ này đã bán chúng và rút vốn khỏi Tokyo.

Có thể thấy một điểm tương đồng giữa các bong bóng giá tài sản ở Nhật Bản, Thái Lan cũng như các quốc gia châu Á khác và Mỹ, đó là các nhà đầu tư bắt đầu dự đoán giá tài sản và chứng khoán bằng cách ngoại suy từ những lần tăng giá trước đó. Thông thường, giá tài sản và chứng khoán dựa trên khả năng sinh lãi – giá của một cao ốc văn phòng phản ánh thu nhập ước tính từ việc cho thuê bất động sản, còn giá cổ phần của Sony hay General Electric phản ánh khả năng sinh lãi dự tính của chúng. Đôi khi, một số nhà đầu tư bắt đầu ước tính giá cổ phiếu và bất động sản trong tương lai bằng cách ngoại suy từ những lần tăng giá gần nhất. Các nhà đầu tư này – có lúc được gọi là người quan sát bằng truyền thông tin, có lúc lại là nhà đầu tư háms lợi hay người giao dịch trong ngày – ngoại suy từ những thay đổi gần nhất của các chứng khoán riêng lẻ để dự đoán giá cả trong tương lai gần. Họ mua các ngoại tệ đang lên giá trên thị trường ngoại hối và thế là các ngoại tệ này càng lên giá hơn. Giá bất động sản không còn dựa vào giá cho thuê hiện tại hay giá dự đoán trong tương lai. Giá cổ phiếu cũng không còn dựa vào khả năng sinh lợi dự tính. Thay vì đó, các mức giá này phụ thuộc vào sự ngoại suy từ những lần tăng giá gần nhất; chẳng hạn như vào ngày thứ Tư, người ta lấy giá từ thứ Hai đến thứ Ba để dự đoán các mức giá cho thứ Sáu. Nhiều công ty mới thành lập không có lãi trong một vài năm đầu hoạt động, vì vậy các nhà đầu tư dự tính giá trị cổ phần của các công ty này dựa trên doanh thu của họ – hoặc, trong một số trường hợp, dựa trên doanh thu dự tính.

Các bong bóng giá tài sản ở Nhật Bản và các quốc gia châu Á liên quan đến bất động sản và cổ phiếu; giá bất động sản tăng kéo theo giá cổ phiếu tăng. Ngược lại, bong bóng ở Mỹ chỉ liên quan đến cổ phiếu, mặc dù giá bất động sản tăng vọt ở Thung lũng Silicon và một vài thành phố – nơi quy tụ một lượng lớn các cá nhân hoạt động trong ngành dịch vụ tài chính hoặc đang giàu lên nhanh chóng. Các bong bóng ở các quốc gia châu Á gần giống với ở Nhật Bản, đi đầu này cho thấy so với Mỹ, cổ phiếu ở các quốc gia này đóng vai trò nhỏ hơn rất nhiều trong tài sản quốc gia.

Các bong bóng giá tài sản ở Tokyo và Osaka

Vào thập niên 1980, bong bóng bất động sản ở Nhật Bản nghiêm trọng đến mức vào cuối thập niên này, ở Tokyo người ta đến rằng giá trị thị trường của mảnh đất nằm dưới Hoàng cung Nhật Bản còn lớn hơn giá trị thị trường của toàn bộ nhà đất ở California. Diện tích California lớn gấp vài tỷ lần Hoàng cung Nhật Bản, đi đầu này chỉ ra rằng có một sự chênh lệch khổng lồ về giá đất trên một mẫu hay hecta. Không phải là vì có một cuộc đấu giá hay thậm chí là đấu giá giả về Hoàng cung Nhật Bản. Các nhà phân tích – những người đầu tiên đưa ra sự so sánh này – đã ước tính giá trị đất đai của cung điện bằng cách nhân khoảng 100 hecta với giá trên một hecta của một mảnh đất nhỏ nằm trong khu giải trí Ginza gần đó. Đó cũng là mảnh đất đắt nhất Tokyo. Giá trị của bất động sản ở California thu được từ dữ liệu của Cục Dự trữ Liên bang về tài sản hộ gia đình Mỹ.

Vào cuối thập niên 1980, toàn bộ giá trị tài chính ở Tokyo đều cao ngất ngưỡng. Giá trị thị trường của cổ phiếu Nhật cao gấp đôi so với giá trị thị trường của cổ phiếu Mỹ, trong khi đó GDP của Nhật chưa bằng một nửa GDP của Mỹ. Nếu nói về tỷ số giá trị thị trường trên khả năng sinh lời, sẽ càng khập khiễng hơn khi so sánh giữa các công ty Nhật và Mỹ. Giá trị thị trường của bất động sản ở Nhật cao gấp đôi ở Mỹ, ngay cả khi diện tích của Nhật – trong đó có tới 80% là đồi núi, chỉ bằng 5% diện tích của Mỹ. Giá trị thị trường của đất đai trên mỗi đầu người ở Nhật cao gấp bốn lần ở Mỹ, trong khi thu nhập bình quân đầu người của Nhật chỉ bằng 60-70% so với Mỹ.

Các ngân hàng Nhật Bản đều nằm trong danh sách các ngân hàng đứng đầu thế giới, tính theo tài sản và tiền gửi ngân hàng (nhưng không phải theo lợi nhuận); thông thường có đến bảy trên mười ngân hàng lớn nhất trong danh sách này thuộc về Nhật. Tương tự, vốn tư bản của Nomura – ngân hàng đầu tư lớn nhất Nhật Bản, lớn hơn cả tổng vốn tư bản của năm ngân hàng lớn nhất Mỹ.

Vào thập niên 1980, hoạt động đầu tư doanh nghiệp ở Nhật tăng vọt vì chi phí vốn giảm khi giá cổ phiếu tăng nhanh. Nhiều doanh nghiệp của Nhật phát hành trái phiếu chuyển đổi được tính bằng đồng đô-la Mỹ, tức là nó

có thể chuyển đổi sang một lượng cố phần nhất định được tính bằng đồng yên trong mỗi doanh nghiệp đó. Do các nhà đầu tư quá hăm hở trước tình hình giá cổ phiếu Nhật liên tục tăng, tỷ lệ lãi suất của các trái phiếu này là thấp – thường khoảng 2%. Tỷ lệ lãi suất thấp đồng nghĩa với chi phí vốn cho các doanh nghiệp Nhật thấp và chi tiêu đầu tư của họ sẽ tăng vọt, không chỉ trong hoạt động xây dựng nhà máy mới mà còn trong việc mua lại các doanh nghiệp Mỹ và châu Âu.

Như đã đề cập trong Chương 1, công ty bất động sản Mitsui đã trả 625 triệu đô-la cho tòa nhà Exxon nằm trên Đại lộ Sáu tại New York, dù giá chào bán là 310 triệu đô-la, chỉ vì công ty này muốn được ghi tên trong Guinness. Các doanh nghiệp khác của Nhật cũng mua lại bất động sản hay các tòa nhà ở Mỹ. Công ty bất động sản Mitsubishi đã mua 50% Trung tâm Rockefeller. Một nhóm liên quan đến Ngân hàng Sumitomo mua lại sân golf Pebble Beach ở Bắc California. Sony mua Columbia Records và tiếp đó là Columbia Pictures. Trong khi đó, Matsushita – đối thủ cạnh tranh của họ trong ngành công nghiệp điện tử, mua lại MGM Universal.

Chi tiêu tiêu dùng tăng mạnh ở Nhật, người Nhật tham gia các cuộc đấu giá những tác phẩm hội họa theo trường phái ấn tượng của Pháp tại Sotheby, Christie hay các hãng đấu giá nghệ thuật khác. Như chúng ta đã biết, bức Portrait of Dr Guichet (Chân dung Tiến sỹ Guichet) của Vincent van Gogh đã vào tay một doanh nhân đến từ Osaka với mức giá cao nhất từ trước đến nay đối với một tác phẩm nghệ thuật.

Các sân golf mọc lên như nấm. Đất đai ở Nhật trở nên vô cùng đắt đỏ. Thẻ hội viên câu lạc bộ golf cũng vậy.

Người Nhật dường như có tất cả tiền bạc trên thế giới – họ mua đủ loại tài sản ở cả trong lẫn ngoài nước. Nghịch lý nằm ở chỗ, người Nhật chi tiêu như thể là họ rất giàu có, trong khi trên thực tế người ta không thấy nhiều người Nhật thật sự giàu. Phần lớn hoạt động chi tiêu thuộc về các tập đoàn Nhật.

Nhật bắt đầu quá trình công nghiệp hóa trong một phần ba cuối của thế kỷ XIX, cùng lúc khi họ quyết định bước vào thời kỳ mở cửa (họ sợ rằng nếu

không như vậy, các nước phương Tây sẽ thiết lập tiền đồn ở Nhật như đã làm ở dọc bờ biển Trung Quốc). Hoàng đế Nhật cử từng nhóm du lịch đến Mỹ, Đức, Anh, Bỉ và các nước Tây Âu để tham khảo các mô hình giúp Nhật xây dựng chính phủ, ngành dân chính, hệ thống ngân hàng, ngân hàng trung tâm và nền kinh tế. Ga đường sắt trung tâm ở Tokyo được mô phỏng theo ga trung tâm ở Amsterdam. Tòa nhà thuộc Ngân hàng Nhật Bản xây dựng dựa trên tòa nhà tương tự thuộc Ngân hàng Quốc gia Bỉ. Ngành dân chính dựa theo mô hình của Pháp. Hệ thống vận tải đường sắt phỏng theo mô hình của Anh (điều này lý giải tại sao người Nhật lái xe bên tay trái đường). Nền kinh tế công nghiệp Nhật vốn phát triển gắn liền với các dòng họ phong kiến, điển hình như Mitsui, Mitsubishi, Sumimoto, Yamoto mà ngày nay đó cũng là tên của các ngân hàng, công ty thương mại hay hãng công nghiệp. Mỗi dòng họ thành lập một nhóm công nghiệp, hay “Zaibatsu”, bao gồm một công ty thương mại, một hãng tàu thủy và một nhà máy thép – tất cả nằm dưới cái ô của một công ty chủ quản ngân hàng. Công ty chủ quản này sở hữu nhiều cổ phần của các doanh nghiệp kinh doanh kể trên và cung cấp cho họ cả vốn dài hạn lẫn các khoản vay ngắn hạn làm vốn hoạt động – ít nhiều giống với mô hình của Đức.

Sự cạnh tranh giữa các nhóm công nghiệp này nhằm giành lấy thị phần rất khắc nghiệt.

Các công ty chủ quản ngân hàng nói trên bị cấm hoạt động vào cuối thập niên 1940, do Tướng Douglas MacArthur, người kế nhiệm Hoàng đế Hirohito, với tư cách là nhà cầm quyền tối cao của Nhật, đưa ra. Các nhóm công nghiệp đã phản ứng bằng cách phát triển một mô hình nắm giữ cổ phần chéo. Hãng tàu thủy sẽ giữ cổ phần của công ty thương mại, ngân hàng và nhà máy thép, đồng thời mỗi công ty này cũng nắm cổ phần của hãng tàu thủy và các công ty khác trong nhóm. Mỗi nhóm này giống như một xã hội thu nhỏ, cùng thúc đẩy và bảo vệ lẫn nhau, cùng cung cấp vốn, khả năng lãnh đạo và thậm chí cả thị trường cho các doanh nghiệp được thành lập để chế tạo công nghệ mới. Công ty tàu thủy Mitsui mua thép từ nhà máy thép Mitsui và đóng bảo hiểm từ công ty bảo hiểm Mitsui.

Những thành tựu kinh tế mà Nhật Bản đạt được trong hơn 40 năm sau vụ ném bom Hiroshima và Nagasaki vào mùa hè năm 1945 có thể nói là phi

thường. Vào những năm cuối Chiến tranh thế giới thứ hai, cơ cấu công nghiệp của quốc gia này đã bị tàn phá nặng nề. Nhật Bản đã bị mất các cụm kinh tế ở Hàn Quốc, Formosa (nay là Đài Loan), Mãn Châu Lý, đồng thời bị tước các quan hệ thương mại với các quốc gia khác. Quốc gia này được xem như một kẻ cùng khổ về kinh tế. Người ta chế giễu lượng hàng xuất khẩu ít ỏi của Nhật vì chất lượng thấp kém, chưa kể là nhái lại thiết kế cũng như kỹ thuật từ các hãng của Mỹ và châu Âu.

Vào thập niên 1950 và 1960, Nhật Bản bắt đầu đuổi kịp và đã đạt được tỷ lệ tăng trưởng kinh tế hơn 10% mỗi năm. Hai thập kỷ mà sự tăng trưởng đạt mức cao này chính là nguồn cảm hứng để Herman Kahn viết cuốn sách *Japan: the First Superstate* (Nhật Bản: Quốc gia thống trị đầu tiên) vào năm 1971. Tính toán của Kahn rất đơn giản – nếu tỷ lệ tăng trưởng kinh tế của Nhật tiếp tục nhỉnh hơn từ 2-4% mỗi năm so với Mỹ, Đức, Pháp và các nước công nghiệp khác thì chỉ trong một vài năm nữa, thu nhập bình quân đầu người tại Nhật sẽ vượt qua mức thu nhập bình quân đầu người tại các quốc gia này.

Đến thập niên 1980, Nhật Bản đã trở thành cường quốc công nghiệp đứng thứ hai thế giới với quy mô lực kinh tế mạnh hơn cả Đức. Toyota, Nissan và Honda là các hãng đứng đầu ngành công nghiệp ô tô toàn cầu. Sony, Matsushita, Sharp cùng một danh sách gồm hàng loạt doanh nghiệp khác chiếm lĩnh ngành công nghiệp điện tử toàn cầu. Nikon và Canon “sở hữu” lĩnh vực công nghiệp nhiếp ảnh-quang học của thế giới. Ngành sản xuất máy tính của Nhật nằm trong số các ngành máy tính mạnh nhất toàn cầu.

Thành tựu kinh tế của Nhật Bản đã thu hút hàng loạt bài phân tích ở Tokyo lẫn Washington và các thủ đô khác, với chủ đề chính là những ưu thế độc nhất của họ. Câu chuyện về “tập đoàn Nhật Bản” đề cập tới một kế hoạch tổng thể do các quan chức thuộc Bộ Tài chính cùng Bộ Ngoại thương và Đầu tư vạch ra. Họ xác định “người thắng kẻ thua” trong số các doanh nghiệp thuộc nhiều ngành công nghiệp khác nhau, nhất là với các ngành có vẻ sẽ là người thắng cuộc trong cuộc cạnh tranh toàn cầu. Các cơ quan này kích thích sự tăng trưởng của “người thắng” thông qua các khoản cho vay lãi suất thấp và giành ưu đãi bằng cách mua trợ giá và bảo hộ thuế quan đối với các đối thủ cạnh tranh nước ngoài, ít nhất là cho đến khi các doanh

nghiệp đó hoàn thành sản phẩm và hạ chi phí sản xuất đến mức có thể cạnh tranh với các doanh nghiệp có tiếng đến từ Mỹ và châu Âu.

Các doanh nghiệp nước ngoài gặp khó khăn trong việc bán hàng hóa của họ trên thị trường Nhật Bản hay thiết lập chi nhánh ở đây, bởi các thủ tục kiểm soát rất phức tạp. Các doanh nghiệp Mỹ và châu Âu gặp trở ngại khi mua ghế trong Sở Giao dịch Chứng khoán Tokyo. Người Nhật cho rằng ván trượt tuyết do Mỹ và châu Âu sản xuất không phù hợp đối với tuyết ở Nhật, còn dạ dày của họ không thể chịu đựng được loại gạo có nguồn gốc từ California.

Các quan chức Bộ Tài chính đã duy trì tỷ lệ lãi suất trần thấp đối với các khoản tiền gửi ngân hàng lẫn hoạt động cho vay của ngân hàng; tỷ lệ lãi suất tiền gửi cao hơn tỷ lệ lạm phát khiến các hộ gia đình phải gửi tiết kiệm phần lớn thu nhập nếu không muốn tài sản bị mất giá. Còn về các khoản vay từ các công ty kinh doanh với tỷ lệ lãi suất thấp vượt trội so với cung. Các quan chức chính phủ cung cấp “tư vấn cửa sổ” cho các ngân hàng để xác định những doanh nghiệp nào được ưu tiên.

Hệ quả của chính sách tài chính mở rộng là tỷ suất lợi nhuận thực tế đối với các khoản tiền gửi ngân hàng và phần lớn các chứng khoán khác đều âm. Thế nhưng tỷ suất lợi nhuận thực tế đối với bất động sản và cổ phiếu lại dương và ở mức cao.

Trong nửa đầu thập niên 1980, Nhật Bản bắt đầu trải qua quá trình tự do hóa tài chính, chủ yếu là do áp lực từ phía Mỹ, phải “mở cửa” các thị trường tài chính ở Tokyo để các doanh nghiệp Mỹ tiếp cận khách hàng và nhiều cơ hội thương mại ở Nhật tương tự như những gì mà các doanh nghiệp Nhật có được ở New York và các trung tâm tài chính khác của Mỹ. Người Nhật thừa nhận – một cách hết sức bất đắc dĩ – rằng nếu các doanh nghiệp Nhật được mở rộng ra nước ngoài thì các doanh nghiệp nước ngoài cũng phải được tạo điều kiện phát triển ở Nhật. Tỷ lệ lãi suất trần đối với các khoản tiền gửi và các khoản vay được đẩy lên. “Tư vấn cửa sổ” trở nên thu hẹp hơn. Những hạn chế đối với hoạt động đầu tư nước ngoài của các doanh nghiệp Nhật được nới lỏng. Các ngân hàng Nhật được phép tăng các chi nhánh và cơ sở ở nước ngoài.

Vậy là các ngân hàng Nhật đã thiết lập các chi nhánh tại New York, Chicago, Los Angeles, London, Zurich và Frankfurt vừa để cho các chi nhánh và cơ sở địa phương trực thuộc các doanh nghiệp Nhật vay, vừa để cho các doanh nghiệp nước ngoài vay. Các chi nhánh này có vốn đáp ứng các khoản vay bằng cách vay của thị trường liên ngân hàng địa phương cũng như thị trường tiền gửi quốc tế từ các ngân hàng nước ngoài. Người Nhật đẩy mạnh thu mua bất động sản ở Mỹ. Nhật đang trong cơn bùng nổ. Các vị chủ tịch của các trường đại học Mỹ đã đến Tokyo để săn tìm các giáo sư người Nhật. MIT là một trong những trường đại học thu hút được nhiều giáo sư người Nhật.

Tự do hóa tài chính nghĩa là các ngân hàng có thể đẩy mạnh các khoản vay đối với những người muốn mua bất động sản và xây dựng các cao ốc văn phòng, cao ốc căn hộ hay trung tâm mua sắm. Dòng vốn chảy mạnh hơn vào ngành bất động sản khiến giá nhà đất càng tăng nhanh.

Các doanh nghiệp liên quan đến hoạt động kinh doanh bất động sản chiếm một tỷ lệ đáng kể trong giá trị thị trường của tất cả các doanh nghiệp được liệt kê trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tokyo. Các doanh nghiệp nắm giữ bất động sản này có phần giống với các quỹ đầu tư. Khi giá bất động sản mà họ sở hữu tăng, các nhà đầu tư đổ xô mua thêm cổ phần của họ, đi đầu đó khiến giá cổ phần càng tăng. Giá bất động sản tăng dẫn đến cơn bùng nổ trong ngành xây dựng, khi người ta bắt đầu xây các tòa nhà chọc trời. Các ngân hàng Nhật nắm giữ một lượng lớn bất động sản và cổ phiếu, vậy nên sự gia tăng giá trị của các tài sản này đóng góp vào tổng vốn tư bản của họ nhiều so với lợi nhuận kinh doanh. Ngân hàng có trong tay nhiều vốn hơn tức là họ sẽ có thể cho vay nhiều hơn.

Nhật Bản dường như đã phát triển đến mức nó được ví như phiên bản tài chính của một “cỗ máy chuyển động không ngừng”. Giá bất động sản tăng kéo theo giá cổ phần tăng; các tài sản này cùng tăng giá khiến vốn tư bản của ngân hàng càng tăng. Khi đó, các ngân hàng sẽ có một vị thế lớn hơn trong việc gia tăng các khoản vay, đồng thời nhờ tự do hóa tài chính, họ có quyền gia tăng các khoản vay đối với các nhóm mà vào các thời kỳ trước đó từng bị hạn chế vay. Do phần lớn các khoản vay ngân hàng được thế chấp bằng bất động sản nên việc khoản vay ngân hàng gặp tổn thất là

không đáng kể, khi mà giá bất động sản vẫn tiếp tục tăng. Và khi giá bất động sản tăng, lợi nhuận của các doanh nghiệp đầu tư bất động sản sẽ còn tăng, vậy là càng có nhiều doanh nghiệp đi vay để tìm kiếm các nguồn lợi nhuận lớn từ bất động sản.

Cấu trúc của mô hình nắm giữ cổ phần chéo có nghĩa là sự tăng giá cổ phần có ảnh hưởng mạnh mẽ đến sự gia tăng giá trị thị trường của các cổ phiếu được giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tokyo. Các công ty công nghiệp bắt đầu đi vay để thu mua bất động sản và cổ phần của các doanh nghiệp khác bởi lẽ tỷ suất lợi nhuận là cao hơn nhiều so với tỷ suất lợi nhuận thu được từ hoạt động sản xuất ô tô, đồ điện tử và thép.

Xác định thời điểm bắt đầu bùng nổ của bong bóng kinh tế ở Nhật Bản

Xác định thời điểm bắt đầu bùng nổ của một bong bóng giá tài sản luôn phức tạp bởi giá tài sản sẽ vẫn tăng nhanh trước khi chuyển giao sang giai đoạn bong bóng. Tại Nhật Bản, tỷ lệ tăng giá của bất động sản và cổ phiếu trở nên mạnh mẽ hơn vào năm 1985, đó cũng là lúc bắt đầu thời kỳ đồng yên Nhật lên giá nhanh.

Bong bóng giá bất động sản ở Nhật bắt nguồn từ ba nhân tố. Thứ nhất, trong suốt hơn 30 năm, tỷ suất lợi nhuận thực tế của bất động sản ở Nhật là dương, trong khi tỷ suất lợi nhuận thực tế của hầu hết các chứng khoán khác lại âm. Có một câu nói phổ biến trong ngành tài chính: “Đất đai là nguồn đầu tư tốt, giá đất luôn luôn tăng” Các nhà đầu tư Nhật tin vào câu nói đó, giá bất động sản tăng từ cuối thập niên 1940 càng củng cố niềm tin của họ.

Nhân tố thứ hai là sự tự do hóa trong các quy định tài chính vốn trước đó đã hạn chế các khoản vay của các ngân hàng Nhật đến tay những người muốn mua bất động sản; các ngân hàng được tự do gia tăng các khoản vay bất động sản trong tổng các khoản vay. Các nhà đầu tư bất động sản có thể xây lên cao và vào cuối thập niên 1980, dường như một nửa số cần trục xây dựng của thế giới nằm ở Tokyo. Dù gặp rất nhiều khó khăn, các nhà đầu tư này vẫn có thể mua lại đất nông nghiệp.

Nhân tố thứ ba là nguồn cung tiền tăng vọt vào nửa cuối thập niên 1980, khi Ngân hàng Nhật Bản can thiệp nhằm hạn chế sự tăng giá của đồng yên trên thị trường ngoại hối. Trong nửa đầu thập niên 1980, đồng yên sụt giá mạnh so với đồng đô-la Mỹ; vị thế cạnh tranh của các doanh nghiệp Nhật trên thị trường thế giới được cải thiện đáng kể. Vào nửa sau thập niên 1980, khi đồng yên bắt đầu lên giá, Ngân hàng Nhật Bản đã tìm cách hạn chế và đi đầu tiết sự lên giá này vì những ảnh hưởng bất lợi mà nó gây ra đối với giá trị của các khoản đầu tư vào máy móc, trang thiết bị trong nửa đầu thập niên. Sự can thiệp mạnh mẽ này đã khiến nguồn cung tiền ở Nhật bắt đầu tăng với tốc độ khác thường – nói cách khác, cơ sở tiền tệ đang gia tăng. Nguồn dự trữ của các ngân hàng Nhật tăng đồng nghĩa với việc họ có khả năng gia tăng các khoản vay với tốc độ mạnh hơn, bởi nguồn dự trữ của họ trong ngân hàng trung ương cũng đang tăng nhanh.

Sự tăng trưởng kinh tế duy trì ở mức nhanh vì các ngân hàng có thể và đã sẵn sàng cho vay, trong khi các doanh nghiệp và nhà đầu tư cũng hăm hở đi vay. Giá bất động sản bắt đầu tăng với tỷ lệ 30%/năm.

Thông thường, các doanh nghiệp Nhật không mấy quan tâm đến khả năng sinh lời. Mục đích của họ là phát triển doanh nghiệp, mở rộng dòng sản phẩm và đem lại công ăn việc làm suốt đời cho nhân viên. Mỗi doanh nghiệp đều muốn duy trì vị thế dẫn đầu trong ngành của họ. Nhiều doanh nghiệp tăng các khoản vay nhằm nỗ lực cải thiện các dòng sản phẩm và tăng thị phần.

Các ngân hàng sở hữu một lượng lớn bất động sản và cổ phiếu. Khi các tài sản này tăng giá, vốn tư bản của ngân hàng cũng tăng; khi vốn tư bản của ngân hàng tăng, họ có thể tăng thêm các khoản vay của mình. Những người đi vay đẩy mạnh thu mua bất động sản. Tuy nhiên, do nguồn cung bất động sản tăng rất chậm nên hoạt động thu mua của họ vô hình chung làm giá bất động sản tăng, kéo theo đó là giá cổ phiếu tăng lên.

Đầu thập niên 1980, các ngân hàng Nhật thiết lập một nhóm mới gồm những người môi giới, “jusen”, cung cấp các khoản vay nhà đất, một đi ầu mà theo truyền thống, phải bắt buộc dĩ lảm các ngân hàng Nhật mới làm. Các jusen có được nguồn tiền để sử dụng làm các khoản vay nhà đất bằng

cách đi vay từ các ngân hàng – trên thực tế, bảy trong số các ngân hàng lớn đã thiết lập các chuyên gia cho vay này. Cũng trong khoảng thời gian đó, Bộ Tài chính thành lập các cơ quan cho vay quốc doanh để có thể cung cấp các khoản vay nhà đất. Về sau, các ngân hàng quyết định chính họ sẽ cung cấp các khoản vay nhà đất.

Giá cổ phiếu tăng vọt đồng nghĩa với việc các doanh nghiệp có thể huy động tiền mặt với chi phí rất thấp. Khi đó đã nảy sinh một phát kiến là trái phiếu chuyển đổi; các doanh nghiệp sẽ bán trái phiếu với một đề nghị về mức lãi suất rất thấp và cơ hội để đầu tư thành cổ phần với một mức giá quy định. Trên thực tế, trái phiếu giống như quyền chọn mua cổ phần; tuy nhiên, chủ sở hữu trái phiếu được nhận mức lãi suất lớn hơn so với tiền lãi từ cổ phiếu. Các doanh nghiệp có ba cách sử dụng số tiền thu được từ việc bán các trái phiếu này: gửi tiền ngân hàng và sẽ kiếm được một mức lãi suất cao, mua cổ phiếu, hoặc đầu tư vào máy móc và thiết bị nhằm mở rộng khả năng sản xuất cũng như cải tiến các dòng sản phẩm.

Ở Nhật, thông thường các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản, các ngân hàng có thể cho vay tới 70% giá trị ước tính của bất động sản đó. Một số khoản vay từ phía các *juden* sẽ đến tay “*yakuza*” – các nhóm tội phạm có tổ chức. Các nhóm này dùng các mối quan hệ để bảo đảm một mức ước tính cao đến mức bất thường. Do giá bất động sản vẫn đang tăng 30% mỗi năm, một “sai sót” khiếm tốn từ phía người định giá khi định giá bất động sản quá cao sẽ sớm được thị trường hiệu chỉnh.

Giá bất động sản tăng nhanh hơn nhiều so với giá cho thuê, kết quả là tỷ suất lợi nhuận cho thuê giảm đáng kể dưới mức tỷ lệ lãi suất vốn vay. Những người đầu tư nhà đất trong vài năm cuối thập niên 1980 đã phải hứng chịu một dòng tiền âm – sau khi chi trả các chi phí hoạt động, thu nhập cho thuê thấp hơn khoản tiền lãi phải thanh toán cho người cho vay – tuy nhiên, giá bất động sản tăng quá nhanh đến mức họ có thể huy động tiền mặt cho khoản tiền lãi phải thanh toán bằng cách vay thêm từ nhà đất hoặc bán đi.

Giá bất động sản và cổ phiếu tăng vọt kéo theo tài sản hộ gia đình tăng mạnh – các hộ gia đình ở Nhật nắm trong tay tiền mặt, tiền gửi ngân hàng,

bất động sản và cổ phiếu. Mặc dù nhiều cổ phiếu của các doanh nghiệp Nhật thuộc sở hữu của các doanh nghiệp khác trong cùng một “Keiretsu” (thừa kế từ Zaibatsu), nhưng 1/3 số cổ phiếu thuộc về cá nhân. Trên thực tế, mỗi doanh nghiệp là sự kết hợp của một công ty kinh doanh và một quỹ đầu tư.

Giá trị thị trường của cổ phiếu Nhật tăng đã càng thu hút các nhà đầu tư Mỹ và Tây Âu thu mua chúng. Các quỹ đầu tư về chỉ số cổ phiếu toàn cầu muốn sở hữu nhiều cổ phần ở Nhật. Tỷ suất lợi nhuận mà các nhà đầu tư nước ngoài thu được từ cổ phần của các doanh nghiệp Nhật cao bởi lẽ họ được hưởng lợi không chỉ từ việc cổ phiếu lên giá mà còn vì đồng yên có giá trị hơn trên thị trường ngoại hối.

Tại sao và khi nào bong bóng Tokyo bùng nổ

Bong bóng ở Nhật đạt mức đỉnh vào cuối năm 1989. Giá bất động sản dường như cao đến mức người ta nhắc đi nhắc lại câu châm biếm của ngôi sao bóng chày Yogi Berra: “Nó đắt đến nỗi chẳng ai đủ tiền để sống ở đó.” Các ngân hàng phát triển các loại thế chấp như một-trăm-năm hay ba-thế hệ. Vị chủ tịch mới của Ngân hàng Nhật Bản lo ngại rằng mức giá nhà cao như vậy sẽ làm xói mòn sự cân bằng xã hội. Ngân hàng trung ương ra một quy định mới đối với các ngân hàng Nhật, đó là phải hạn chế tỷ lệ tăng trưởng của các khoản vay bất động sản sao cho nó không vượt quá tỷ lệ tăng trưởng của tổng các khoản vay.

Khi tỷ lệ tăng trưởng của các khoản vay ngân hàng giảm, một số người mua bất động sản trước đó gặp phải sự cố về tiền mặt. Trong khi thu nhập cho thuê vẫn thấp hơn khoản tiền lãi phải thanh toán cho các thế chấp của họ, thì giờ đây họ lại không thể tiếp tục huy động vốn cần thiết để trả tiền lãi cho các khoản vay chưa được chi trả bằng cách vay các khoản mới. Một số nhà đầu tư bắt đầu bán tháo nhà đất vì mức chi phí vay mượn ngân hàng để mua đã quá cao. Tỷ lệ tăng trưởng của tín dụng bất động sản giảm mạnh cộng với việc bán tháo nói trên đã khiến giá bất động sản sụt giảm. Câu nói khuôn sáo rằng giá đất luôn tăng đã được kiểm nghiệm và chứng minh là sai.

Giá cổ phiếu và bất động sản bắt đầu sụt giảm vào đầu năm 1990; cổ phiếu sụt giá đến 30% vào năm 1990 và thêm 30% nữa vào năm 1991. Giá cổ phiếu vẫn theo chiều hướng xuống dốc dù đã có bốn lần phục hồi đáng kể. Đầu năm 2003, giá cổ phiếu Nhật ở mức ngang bằng với thời điểm 20 năm trước, mặc dù nền kinh tế thực tế lớn hơn nhiều. Tốc độ tăng trưởng kinh tế thực tế trung bình chỉ nhỉnh hơn 1%.

Giá tiêu dùng bắt đầu giảm vào năm 1999, ở mức từ 1-2% mỗi năm. Người ta bắt đầu nghĩ đến một cơn giảm phát nợ kinh điển, khi mà sự sụt giá kéo theo một loạt vụ phá sản bất thường, khiến các ngân hàng chịu tổn thất lớn từ các khoản vay, kết quả là những cơn bán tháo và giá cả lại càng sụt giảm.

Giờ đây, cỗ máy chuyển động không ngừng bắt đầu chạy ngược chiều. Nhu cầu bán nhà đất tăng đồng nghĩa với giá nhà đất hạ. Bất động sản và cổ phiếu mất giá đồng nghĩa với việc vốn tư bản của ngân hàng giảm; giờ đây họ trở nên miễn cưỡng khi cho vay. Do giá trị của cổ phiếu Nhật đang sụt giảm, trong khi cổ phiếu Mỹ ngược lại, nên các quỹ đầu tư cổ phiếu toàn cầu bán cổ phiếu Nhật và mua cổ phiếu Mỹ.

Một sự thật được cách điệu hóa trong kinh tế học tiền tệ là cơn bùng nổ về bong bóng giá tài sản luôn có tính giảm phát. Đây là mặt tiêu cực của cơn bùng nổ kinh tế diễn ra trong giai đoạn mở rộng của chu kỳ kinh tế. Chi tiêu đầu tư ở Nhật giảm, một phần vì chi phí vốn tăng mạnh và mức tăng trưởng lợi nhuận trong kỳ vọng giảm, một phần vì sự phung phí trong chi tiêu đầu tư suốt giai đoạn mở rộng vô hình chung đã tạo ra năng lực sản xuất dư thừa đáng kể. Chi tiêu tiêu dùng chùng lại khi hàng triệu hộ gia đình tăng khoản tiết kiệm trong tổng thu nhập với hy vọng bù vào khoản thâm hụt tài sản mà các cổ phiếu và bất động sản mất giá gây ra.

Các vụ phá sản ngày càng gia tăng, hàng loạt ngân hàng và các cơ quan tài chính khác phải hứng chịu những tổn thất nặng nề từ việc cho vay. Các cơ quan tài chính phi ngân hàng từng tập trung cung cấp các khoản vay bất động sản giờ đây rơi vào thảm cảnh.

Bất chấp tình trạng hàng loạt vụ phá sản và những tổn thất nặng nề mà các ngân hàng cho vay phải gánh chịu, những người gửi tiền vào các ngân hàng Nhật vẫn không rút tiền ra. Các cá nhân và doanh nghiệp đều tin rằng chính phủ Nhật sẽ đền bù thiệt hại cho họ nếu không may ngân hàng phá sản, mặc dù không hề có một bảo hiểm tiền gửi chính thức nào. Việc giá cổ phần của các ngân hàng vẫn duy trì đáng kể mức dương trong giai đoạn mở rộng đã phản ánh niềm tin của các nhà đầu tư, rằng các ngân hàng “có quy mô quá lớn để phá sản”, mặc dù họ có giá trị tài sản ròng âm; giá trị thị trường các khoản vay của họ thấp hơn so với các khoản nợ tiền gửi.

Giờ đây, nhiều ngân hàng trở nên vô cùng thận trọng khi cho vay các khoản mới – họ đã biết về thứ mà họ vẫn nghĩ là một chính sách bảo thủ trong việc sử dụng bất động sản để thế chấp, chúng trở nên rất mạo hiểm vì giá bất động sản có thể sụt giảm. Lần đầu tiên, người ta thấy các ngân hàng bắt đầu đặt câu hỏi: “Nếu chúng tôi cho vay thì khả năng chúng tôi sẽ được hoàn tiền là bao nhiêu?” Cũng chính vì thái độ không khoan nhượng đó mà những người đi vay bắt đầu tự hỏi: “Liệu khoản đầu tư mới này có sinh lợi và nâng cao giá trị thị trường của chúng ta hay không?”

Các nhà đầu tư và ngân hàng nước ngoài càng băn khoăn hơn về khả năng thanh toán của các ngân hàng Nhật. Các chi nhánh và cơ sở nước ngoài của nhiều ngân hàng Nhật đã trở thành “những người nhận” hoặc người đi vay lớn trong thị trường tiền tệ nước ngoài. Họ cung cấp các khoản vay cho các cơ sở nước ngoài của nhiều doanh nghiệp Nhật và doanh nghiệp nước khác bằng số tiền thu được từ các ngân hàng nước ngoài trên thị trường tiền gửi nước ngoài. Các chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Nhật phải đẩy mạnh cho vay với tốc độ rất nhanh bởi theo phương thức truyền thống, các ngân hàng này đã hoạt động với một mức chênh lệch rất nhỏ giữa chi phí vốn của riêng họ và tỷ lệ lãi suất mà họ tính vào các khoản vay.

Khi các ngân hàng nước ngoài cho các ngân hàng Nhật vay, họ không mấy tin tưởng rằng sẽ được một cơ quan chính phủ Nhật nào “bảo đảm nguyên vẹn” trong trường hợp một ngân hàng Nhật phá sản. Do đó, họ đòi hỏi một tỷ lệ lãi suất cao hơn đối với các ngân hàng Nhật. Hệ quả trực tiếp là nhiều khoản vay từ chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Nhật không sinh lợi

nữa, và thế là các ngân hàng này bắt đầu đòi nợ nhanh hết mức có thể để không bị yêu cầu phải trả lãi suất phạt.

Sự gia tăng phí bảo hiểm ở Nhật trở thành một dấu hiệu cảnh báo đối với các nhà đầu tư nhạy cảm với rủi ro. Ngày càng nhiều doanh nghiệp và cá nhân của nước này chuyển tiền từ các ngân hàng Nhật tại Tokyo sang các ngân hàng nước ngoài đặt tại Tokyo, hoặc từ Tokyo đến các trung tâm tài chính nước ngoài. Tỷ lệ lãi suất ở Tokyo giảm trầm trọng và dòng vốn chảy ra khỏi Nhật càng lớn khi các nhà đầu tư Nhật tìm kiếm lợi nhuận ở nước ngoài.

Nền kinh tế Nhật suy thoái vào năm 1991 cũng đồng nghĩa với việc nhập khẩu tăng trưởng chậm chạp, trong khi xuất khẩu tăng vọt. Một số doanh nghiệp Nhật đẩy mạnh xuất khẩu bởi lẽ thị trường trong nước dành cho sản phẩm của họ đang trì trệ so với tốc độ gia tăng của khả năng cung ứng. Kết quả từ việc nhập khẩu xuống dốc cộng với xuất khẩu tăng vọt là sự gia tăng xuất siêu. Mức gia tăng này lớn hơn dòng vốn ra từ Nhật và khiến đồng yên lên giá. Điều này trở thành một bất lợi đối với các doanh nghiệp Nhật theo định hướng xuất khẩu. Nhiều doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư vào Trung Quốc, Malaysia và Thái Lan để tận dụng lợi thế chi phí nhân công thấp. Việc gia tăng chi tiêu đầu tư đối với các doanh nghiệp thuộc ngành công nghiệp xuất khẩu sẽ kích thích mức tăng trưởng thu nhập.

Phép màu của nền kinh tế Đông Á và cuộc khủng hoảng tài chính châu Á

Năm 1992, Ngân hàng Thế giới xuất bản cuốn *The East Asian Miracle* (Phép màu Đông Á), ngay tiêu đề đã diễn tả truyền cảm thành tựu kinh tế của các quốc gia trong vòng cung từ Thái Lan tới Hàn Quốc. Về mặt nào đó, sự gia tăng GDP của các quốc gia này có thể so sánh với những gì mà Nhật đã đạt được trong thập niên 1950 và 1960. Bán đảo Hàn Quốc bị chia cắt vào đầu thập niên 1950; đến giữa thập niên 1960, Hàn Quốc bắt đầu một thời kỳ tăng trưởng kinh tế đáng kinh ngạc. Singapore từng là một “đầm lầy” vào thập niên 1950 và đến thập niên 1990, nó đã đạt được mức sống của thế giới thứ nhất. Sự thay đổi trong ban lãnh đạo chính trị Trung Quốc từ Mao Trạch Đông đến Đặng Tiểu Bình vào năm 1978 đã gây nên một chuyển biến sâu sắc. Từ một quốc gia cô lập, nay Trung Quốc mở cửa

và sẵn sàng đón nhận hoạt động giao thương cũng như đầu tư quốc tế. Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm đạt mức trung bình gần 10% trong suốt hơn 20 năm, đặc biệt gia tăng ở các khu vực ven biển hay các thành phố lớn như Bắc Kinh, Thượng Hải và Thâm Quyển. Từ một thị trấn nhỏ đối với Trung Quốc trong các thập niên 1950, 1960 và 1970, Hồng Kông đã trở thành một trung tâm chuyên khẩu để chuẩn bị cho hàng hóa Trung Quốc đến tay thị trường toàn cầu.

Vào nửa cuối thập niên 1990, ở Thái Lan, Malaysia và Indonesia, giá cổ phiếu tăng lên từ 300-500%. Hoạt động sản xuất phát triển mạnh. Giá cổ phiếu nhân đôi tại hầu hết các nước Đông Á vào năm 1993 và còn tiếp tục tăng vào năm 1994. Giá bất động sản tăng vùn vụt. Một loạt các nền kinh tế đang trên đà bùng nổ. Nhập siêu được đẩy mạnh. Bong bóng giá tài sản lan truyền giữa các nước này, bất chấp sự khác biệt rõ rệt cả về cấu trúc kinh tế, thu nhập bình quân đầu người, thỏa thuận tỷ giá lẫn việc họ là nước cung cấp tín dụng quốc tế (Singapore, Đài Loan, Hồng Kông) hay mắc nợ nước ngoài (Thái Lan, Malaysia). Điều này khiến người ta suy luận rằng các bong bóng kinh tế có nguồn gốc chung và nó đến từ bên ngoài.

Lúc bấy giờ, Trung Quốc, Thái Lan và các nước Đông Á khác đang ở “đầu nhận” của dây chuyền thuê ngoài từ các doanh nghiệp Mỹ, Nhật và châu Âu – những người tìm kiếm nguồn cung rẻ hơn cho các thị trường trong nước. Mức tăng trưởng kinh tế nhanh chóng vừa là hệ quả, vừa là nguyên nhân của dòng vốn nước ngoài chảy vào, đặc biệt là từ phía Nhật. Trước hết, người Nhật lấy mô hình xây dựng nhà máy sản xuất để tận dụng nguồn lao động giá rẻ; các thành phần có giá trị gia tăng cao sẽ được sản xuất tại Nhật, sau đó vận chuyển đến các nhà máy chi nhánh để lắp ráp. Từ đây, một phần lớn sản lượng sẽ được xuất khẩu, một số đến Mỹ, một số đến Nhật và một số đến các nước thứ ba. Việc các doanh nghiệp Nhật đầu tư trực tiếp vào nước ngoài cũng thu hút các công ty cung ứng và ngân hàng nước này. Lúc bấy giờ, cụm từ thông dụng là “tăng trưởng dựa vào xuất khẩu”, một điều gần như luôn phụ thuộc vào giá trị thấp của đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối. Nhiều hàng xuất khẩu được là do các doanh nghiệp lớn đóng tại Mỹ, Nhật và Đài Loan sản xuất. Các doanh nghiệp đóng tại Hàn Quốc bắt đầu đầu tư vào Trung Quốc và Indonesia đơn giản

vì mức lương ở đây thấp hơn nhiều so với mức lương mà họ phải trả trong nước.

Sau đó, vào mùa đông năm 1996, các công ty tài trợ tiêu dùng của Thái Lan – nhiều trong số đó là do các ngân hàng lớn ở Thái Lan thành lập nhằm lách các quy định hạn chế khả năng cho vay của họ – bắt đầu gánh chịu những tổn thất nặng nề từ hoạt động cho vay. Những người cho vay nước ngoài càng lúc càng băn khoăn về giá trị của các khoản vay mà họ cung cấp cho những người đi vay ở Thái Lan, đồng thời dòng vốn nước ngoài đến quốc gia này cũng suy giảm. Khả năng của Ngân hàng Thái Lan trong việc hỗ trợ đồng бата với giá trị hiện hành của nó nhanh chóng cạn kiệt. Đầu tháng 7/1997, đồng бата đột ngột mất giá.

Đồng бата mất giá đã kích hoạt hiệu ứng lan truyền; trong vòng sáu tháng, giá trị hối đoái của mỗi loại đồng tiền trong vòng cung châu Á, trừ đồng nhân dân tệ Trung Quốc và đồng đô-la Hồng Kông, đã mất đến 30% giá trị hoặc hơn nữa trên thị trường ngoại hối. Giá cổ phiếu giảm từ 30-60%, phần vì các nhà đầu tư nước ngoài lần lượt rút vốn đầu tư, phần vì các doanh nghiệp trong nước không còn sinh lợi. Giá bất động sản sụt giảm đột ngột. Phần lớn các ngân hàng, ngoại trừ ở Singapore và Hồng Kông, đã bị phá sản. Ở Indonesia, việc hàng loạt ngân hàng đóng cửa đã gây ra một vụ xung đột chủng tộc và người ta đua nhau rút tiền khiến đồng tiền nước này sụt giảm đến 70% giá trị.

Khi khủng hoảng diễn ra, người ta chứng kiến một kịch bản không khác mấy so với những gì Nhật đã trải qua trong thập niên trước. Người ta không còn tán gẫu với nhau về phép màu Đông Á nữa. Những từ thông dụng mới lại phát sinh – chủ nghĩa tư bản thân hữu, tư nhân hóa tự phát và sự đầu cơ gây mất ổn định.

Các đồng tiền sụt giá đột ngột khiến nhiều doanh nghiệp đi vay đồng đô-la, đồng yên Nhật hay các loại đồng ngoại tệ ngoài khác bị lỗ nặng. Những ngân hàng cho các doanh nghiệp này vay cũng phải hứng chịu tổn thất. Các ngân hàng của hầu hết các quốc gia châu Á rơi vào tình trạng phá sản không chỉ vì những thâm hụt từ sự tái định giá của họ mà còn vì thiệt hại từ phía các doanh nghiệp mà họ đã cho vay. Tiền tệ mất giá còn gây hậu quả

là làm đảo chiều cán cân thương mại của các nước này, từ nhập siêu chuyển sang xuất siêu.

Hệ quả từ những biến động lớn trong cán cân xuất nhập khẩu và số dư tài khoản vãng lai của các quốc gia châu Á là nhập siêu gia tăng ở Mỹ; trên thực tế, việc đồng đô-la Mỹ lên giá phản ánh sự mất giá của đồng bạc Thái Lan, đồng đô-la Malaysia, đồng rupiah Indonesia và các đồng tiền châu Á khác vốn không được giữ vững hối suất với đồng đô-la Mỹ – về cơ bản là đồng nhân dân tệ Trung Quốc và đồng đô-la Hồng Kông.

Tăng trưởng hợp lý và tăng trưởng phi lý

Trong khoảng từ năm 1982-1999, giá cổ phiếu Mỹ đã tăng lên đến mười ba lần – mức tăng trưởng giá cổ phiếu hàng năm ấn tượng nhất trong suốt hai thế kỷ của Mỹ. Trong một thời gian dài, cổ phiếu Mỹ sụt giá cứ ba năm một lần; trong hai thập niên cuối của thế kỷ XIX, cổ phiếu chỉ giảm giá trong một năm duy nhất, và chỉ ở mức 5%. Giá trị thị trường của cổ phiếu Mỹ tăng từ 60% GDP năm 1982 đến 300% GDP năm 1999.

Cũng trong giai đoạn này, bất động sản ở Mỹ lên giá một cách khiêm tốn nếu xét trên phạm vi quốc gia. Dù vậy, giá bất động sản tăng đáng kể ở những nơi mà thu nhập bình quân đầu người hay số cá nhân có công ăn việc làm ở mức cao, bao gồm Thung lũng Silicon, khu vực vịnh San Francisco, Washington DC, Boston và New York.

Thập niên 1990 chứng kiến nền kinh tế Mỹ bùng nổ. Tỷ lệ lạm phát giảm từ hơn 6% vào đầu thập niên xuống còn dưới 2% vào cuối thập niên. Tỷ lệ thất nghiệp giảm từ 8% xuống còn dưới 4%. Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế tăng từ 2,5% lên 3,5%. Sản lượng gia tăng đáng chú ý. Cán cân tài chính của Kho bạc Mỹ khác biệt đến hơn 5% – từ thâm hụt gần 300 tỷ đô-la vào đầu thập niên đến thặng dư gần 200 tỷ đô-la vào cuối thập niên.

Một tiêu cực trong thành tựu kinh tế Mỹ là mức nhập siêu hàng năm tăng lên đến 500 tỷ đô-la, còn tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình giảm xuống một mức thấp mới.

Điểm đáng chú ý của sự bùng nổ này là việc tập trung vào “nền kinh tế mới”, trong đó nổi lên vai trò của ngành công nghệ thông tin, máy vi tính, dot.com và hàng loạt doanh nghiệp cung cấp phần cứng, phần mềm hoặc áp dụng những thành tựu này để phục vụ các nhu cầu truy cập thông tin. Những thành tựu công nghệ đó đã khiến chi phí gửi và lưu trữ thông tin giảm đột ngột. E-bay cung cấp một thị trường đấu giá toàn quốc cho hàng vạn loại hàng hóa khác nhau. Amazon phát triển công nghệ trong việc bán sách và các sản phẩm điện tử. Hàng triệu tài khoản được thiết lập tại hãng môi giới hạ giá Charles Schwab và các đối thủ cạnh tranh. Nhiều doanh nghiệp được thành lập cho phép các nhà đầu tư giao dịch cổ phiếu thông qua máy tính với mức chi phí giao dịch thấp một cách đáng kinh ngạc. Trên thị trường nổi lên “những người giao dịch trong ngày”: các cá nhân bỏ công việc hiện tại để buôn bán cổ phiếu thông qua máy tính ở nhà hoặc từ bàn giao dịch của các cửa hàng được thiết kế đặc biệt. Giá đồng hàng cho phép các hãng hàng không và khách sạn bán chỗ ngồi và phòng với mức hạ giá mạnh.

Lúc này, các doanh nhân có thể huy động vốn để phát triển ý tưởng thông qua các nhà đầu tư mạo hiểm, gọi tắt là VC (ventural capitalist) – những người cung cấp vốn ban đầu. Các VC phát triển một danh mục đầu tư vào nhiều công ty khác nhau, với hy vọng trong vòng 3-5 năm có thể bán các cổ phần này – và kiếm lãi – khi các doanh nghiệp chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Tỷ suất lợi nhuận mà các VC được hưởng phụ thuộc vào việc các doanh nghiệp mà họ đã rót vốn có thành công trong thách thức công nghệ hay không, vào giá bán ra của cổ phần và vào thời gian nắm giữ.

Khi giá cổ phiếu tăng, mức tỷ suất lợi nhuận cao mà các VC kiếm được đã thu hút rất nhiều vốn, và vậy là vốn tư bản của họ cũng tăng lên. Không nhà đầu tư nào muốn bỏ lỡ cơ hội này. Vốn tư bản sẵn có và một lượng lớn các ý tưởng được cấp vốn. Đồng tiền đang chạy theo các ý tưởng và phát kiến. Ba hay bốn năm sau, các doanh nghiệp mới sẽ thực hiện chào bán lần đầu ra công chúng (IPO). Trước đó, một IPO sẽ được tổ chức sau buổi biểu diễn lưu động (road show) truy cập thông tin. Đây là cơ hội các ngân hàng đầu tư phô trương hình ảnh của công ty với các nhà quản lý tài sản khắp cả nước nhằm thuyết phục họ mua cổ phần.

Cuối buổi biểu diễn lưu động, các ngân hàng đầu tư ước lượng số cổ phần sẽ được chào bán trong IPO, và họ sẽ quyết định giá cả cũng như số lượng. Trong 99,46% trường hợp, giá cổ phần vào cuối ngày giao dịch đầu tiên là cao hơn đáng kể so với giá IPO. Những người đủ may mắn để mua được ở mức giá đầu tiên dĩ nhiên sẽ có khoản lãi vốn lớn.

Hệ quả đầu tiên của việc giá cả bùng nổ là ngày càng có nhiều nhà đầu tư đòi mua ở mức giá IPO. Thứ hai, việc phổ biến mức cầu đồng nghĩa với việc ngày càng có nhiều người muốn tham gia cuộc chơi – các doanh nghiệp bị hấp dẫn khi một phát kiến thành công sẽ đem lại vô số của cải vật chất, các VC bị hấp dẫn vì chỉ cần xác định đúng các doanh nhân có khả năng thành công là họ sẽ thu về khoản lợi nhuận khổng lồ, còn các ngân hàng đầu tư muốn thu lệ phí khi đưa một số lượng lớn các doanh nghiệp ra mắt công chúng. Các nhà đầu tư muốn các khoản lãi vốn lớn gắn liền với cơn bùng nổ giữa giá IPO và giá của cùng cổ phần đó vào cuối ngày giao dịch đầu tiên, tuần giao dịch đầu tiên hoặc tháng giao dịch đầu tiên.

Giá cả bùng nổ cứ như thế nó là chất nổ Dinamit, Nitroglycerin. Các ngân hàng đầu tư dường như cố ý định giá IPO sao cho giá cả bùng nổ tối đa vào ngày giao dịch đầu tiên, chứ không phải là tối đa hóa số tiền mặt thu vào của cổ đông – những người bán. Từ góc độ này, ta thấy mức giá IPO thấp có thể có lợi hơn so với mức giá cao, nhằm thúc đẩy mức cầu gia tăng – ít nhất là trong một thời gian – khi sự bùng nổ gia tăng. Các doanh nhân chỉ chào bán một phần nhỏ trong tổng số các cổ phần của họ trong IPO. Họ đã tính toán rằng giá bùng nổ càng lớn thì họ sẽ càng được lợi. Họ quan tâm đến giá trị cụ thể của số cổ phần họ sở hữu vào cuối ngày giao dịch đầu tiên, hơn là số tiền mặt họ có thể thu về từ IPO.

Trong một số ngày IPO, số cổ phần giao dịch nhiều gấp ba đến bốn lần số cổ phần đã được chào bán trong IPO. Bởi lẽ có nhiều người mua tại IPO được khuyên nên giữ cổ phần của họ, số cổ phần thả nổi là nhỏ hơn rất nhiều so với số cổ phần được bán ra, và thế là các cổ phần thả nổi có thể được giao dịch từ 5-6 lần một ngày.

Mỹ dường như sở hữu cỗ máy chuyển động không ngừng của riêng họ – một thiết kế giúp hàng trăm nghìn gia đình làm giàu. Giá bùng nổ mạnh vào ngày giao dịch đầu tiên sẽ khiến nhiều nhà đầu tư bị thu hút vào các IPO. Mức cầu đối với các IPO càng cao, sẽ có càng nhiều nhà đầu tư mạo hiểm sẵn sàng rót vốn cho các doanh nhân. Càng có nhiều vốn dành cho các doanh nhân, lại có càng nhiều người muốn tìm kiếm vận may và khởi nghiệp.

Tháng 12/1996, khi lần đầu tiên Greenspan – Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Mỹ – sử dụng thuật ngữ “tăng trưởng phi lý”, chỉ số Dow Jones là 6.300 điểm và chỉ số NASDAQ là 1.300 điểm. Greenspan tỏ ra thận trọng với các số liệu này. Sẽ là một chuyện khó tin nếu ông bình luận về giá cổ phiếu, trừ phi ông cho rằng chúng đã bị định giá quá cao ít nhất là 15-20% so với giá trị thực. Cuối tháng 12/1999, chỉ số Dow Jones đạt 11.700 điểm và chỉ số NASDAQ đạt 5.400 điểm. Giá trị thị trường của cổ phiếu NASDAQ chiếm 80% giá trị thị trường của toàn bộ cổ phiếu được giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York.

Cuối thập niên 1990, các cổ phiếu đại diện cho nền kinh tế mới – dot.com, thương mại điện tử, sợi quang, máy chủ, chip điện tử, phần mềm, công nghệ thông tin, viễn thông – được giao dịch trên NASDAQ lên giá nhanh hơn nhiều so với cổ phiếu của nền kinh tế cũ, đơn cử là các hãng GE và GM, AT&T và Time-Life từng giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York. Nhưng một hiệu ứng lan truyền là chưa đủ, khi mà sự hăng hái đối với tương lai, tiêu biểu cho cổ phiếu của nền kinh tế mới, có tính lan truyền và kéo theo giá cổ phiếu của nền kinh tế cũ tăng.

Dường như sự phát triển công nghệ thông tin đang đi đầu khiến ngành tài chính. Máy tính đang trở nên mạnh hơn và rẻ hơn rất nhiều. Chi phí truy cập và lưu trữ thông tin, dữ liệu giảm mạnh. Người ta đang chứng kiến định luật Moore ngay trong thực tế, chi phí của một đơn vị công suất tính toán giảm 30% mỗi năm. Mạng toàn cầu (www) phát triển nhanh chóng, thị trường tại nhiều trung tâm khác nhau được kết nối với nhau. Máy tính đang thay thế con người giao dịch cổ phiếu. Mọi người có thể đặt vé máy bay qua mạng. Dây cáp quang đang nối bờ biển phía đông với bờ biển phía tây, giá của các cuộc gọi đường dài giảm xuống ngang với một cuộc gọi

nội hạt. Máy chủ to và có sức chứa lớn. Hàng nghìn hàng vạn doanh nghiệp được thành lập để truy cập hay lưu trữ thông tin và dữ liệu, mức lợi nhuận mà các nhà đầu tư mạo hiểm đầu tư vào các công ty loại này cao đến nỗi các quỹ của họ ngày càng nhận được nhiều tiền từ các quỹ hưu trí, trường đại học, tổ chức quyên góp từ thiện và các gia đình giàu có. Mức cung các cổ phần mới phát hành ở mức giá IPO bị bỏ xa khiến các ngân hàng đầu tư phải tham gia vào một quá trình “xoay vòng” – cấp phát một lượng cổ phần đủ lớn cho nhà lãnh đạo các doanh nghiệp chính để tạo nên một ngành kinh doanh nghiệp vụ ngân hàng. Các ngân hàng đầu tư trở nên giàu có; họ có rất nhiều cổ phiếu để bán và công chúng bị thuyết phục rằng quyền sở hữu cổ phiếu sẽ sinh lợi cho họ.

Không có câu trả lời đơn giản nào cho câu hỏi rằng khi nào thì tăng trưởng hợp lý chuyển hóa thành tăng trưởng phi lý. Ý tưởng về sự tồn tại của bong bóng giá tài sản Mỹ đến với các nhà đầu tư khác nhau vào các thời điểm khác nhau. Thời điểm bắt đầu bùng nổ của bong bóng cổ phiếu Mỹ là vào mùa xuân năm 1995, khoảng 18-20 tháng trước khi Greenspan đề cập khái niệm “tăng trưởng phi lý”. Cổ phiếu lên giá ở mức tỷ lệ hàng năm là 34% vào năm 1995, 25%/năm trong 11 tháng đầu tiên của năm 1996; ngược lại, năm 1994, cổ phiếu sụt giá 2%.

Giá cổ phiếu tăng vọt vào các năm 1995 và 1996 có thể quy cho hai khía cạnh khác nhau của cuộc khủng hoảng tài chính Mexico năm 1994: trực tiếp và gián tiếp. Ảnh hưởng trực tiếp là sự mất giá mạnh của đồng peso Mexico đã khiến cán cân thương mại nước này chuyển đột ngột từ mức thâm hụt 20 tỷ đô-la năm 1994 sang thặng dư 7 tỷ đô-la vào năm tiếp đó. Điều này tác động đến việc nhập siêu Mỹ, có thể đã gia tăng vào khoảng 25 tỷ đô-la vì Mỹ là đối tác lớn nhất của Mexico. Tác động trở lại đối với cán cân thương mại Mexico là sự xuất hiện một dòng vốn đổ vào Mỹ (điều này khiến người ta nghĩ đến những sự kiện diễn ra sau đó vào năm 1997, sau cuộc Khủng hoảng Tài chính châu Á và sự đổi chiều nghiêm trọng trong cán cân thương mại của các quốc gia châu Á). Trên thực tế, dòng tiền từ Mexico tới Mỹ kéo theo chứng khoán Mỹ lên giá. Một khía cạnh khác là việc Cục Dự trữ Liên bang nới lỏng chính sách tiền tệ và bảo lưu chính sách siết chặt tín dụng mà họ đã sử dụng năm 1994.

Người ta cũng có thể nói bong bóng thật sự bắt đầu bùng phát vào một thời điểm khác, mùa hè năm 1998, tiếp nối cuộc Khủng hoảng Tài chính châu Á, sự tan rã tài chính ở Matxcova và sự sụp đổ của LTCM. Các đồng tiền châu Á mất giá mạnh đã kéo theo mức nhập siêu Mỹ gia tăng đến hơn 150 tỷ đô-la. Thêm vào đó, một lần nữa, Cục Dự trữ Liên bang lại nói lỏng chính sách, phần vì lo ngại những đi đầu chỉnh tỉ lệ tệ sau cuộc khủng hoảng ở LTCM sẽ có nhiều vấn đề. Cho đến thời điểm đó, LTCM là quỹ chuyên nghiệp nhất và phức tạp nhất trong số khá nhiều quỹ đầu tư hợp tác của Mỹ.

Trong mười hai tháng sau thời điểm cuối tháng 7/1998, giá trị thị trường của cổ phiếu được giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York tăng từ 9.005 tỷ đô-la lên 12.671 tỷ đô-la, tương đương 40%. Giá trị thị trường của cổ phiếu trên NASDAQ cũng tăng không kém, từ 1.777 tỷ đô-la lên 3.209 tỷ đô-la, tương đương 90%.

Dòng vốn vào – nếu không muốn nói là dòng tiền gửi tiết kiệm – ở Mỹ tăng mạnh trước hết đã kéo theo đồng đô-la Mỹ lên giá. Nó khiến hoạt động đầu tư trong nước tăng và tỷ lệ tiết kiệm trong nước giảm đột ngột (nói cách khác, đây là sự gia tăng về hoạt động tiêu dùng trong nước).

Hệ quả của dòng tiền gửi tiết kiệm là việc nhập siêu của Mỹ gia tăng. Dòng tiền gửi tiết kiệm từ nước ngoài vào Mỹ kéo theo giá trị hối đoái của đồng đô-la Mỹ tăng. Giá cả của hàng hóa nước ngoài giảm nếu tính theo đồng đô-la Mỹ, đi đầu này giúp tỷ lệ lạm phát ở Mỹ được giữ ở mức ổn định. Sau đó, những người đổ vốn vào Mỹ đã mua chứng khoán tính bằng đồng đô-la, đi đầu này lại khiến các chứng khoán này tăng giá. Những người Mỹ bán một vài chứng khoán mà họ sở hữu cho các nhà đầu tư nước ngoài đã phải nghĩ đến việc làm gì với số tiền thu được từ vụ giao dịch. Họ sử dụng phần lớn số tiền để mua chứng khoán từ những người Mỹ khác, họ cũng thu mua nhiều hàng hóa nội địa hơn khi đã đạt mục tiêu tài sản mong muốn. Việc tỷ lệ tiết kiệm giảm và nhập siêu tăng là những hệ quả không thể tránh khỏi khi dòng tiền gửi tiết kiệm đổ vào Mỹ tăng.

Các số liệu cho thấy 95-97% tài sản hộ gia đình gia tăng có nguồn gốc từ dòng tiền gửi tiết kiệm từ các nước khác đến Mỹ đã được sử dụng để mua

các chứng khoán Mỹ khác, chỉ có 3-5% được dùng để mua hàng hóa tiêu dùng. Ngay cả với mức độ mà những người bán chứng khoán sử dụng tài sản của họ vào hàng hóa tiêu dùng, tỷ lệ tiết kiệm trong nước vẫn suy giảm.

Hoạt động chi tiêu vào hàng hóa tiêu dùng giống như một “sự rò rỉ”. Khoản chi tiêu cho hàng hóa tiêu dùng càng thấp, khoản chi tiêu để mua các chứng khoán và bất động sản khác càng cao. Điều đó cũng có nghĩa là giá tài sản sẽ tăng.

Suốt năm 1999, Cục Dự trữ Liên bang, các ngân hàng và toàn nước Mỹ bị ám ảnh bởi sự cố Y2K – họ lo sợ toàn bộ nền kinh tế sẽ ngưng hoạt động khi một số máy tính không có khả năng thay đổi ngày tháng. Biểu hiện dè chừng của Cục Dự trữ Liên bang đã tạo nên một cơn bùng phát về tính thanh khoản ngân hàng. Một lần nữa, người ta lại thấy các ngân hàng gia tăng các khoản vay khi tính thanh khoản tăng.

Cổ phiếu lên giá đã thu hút các nhà đầu tư châu Âu, và thế là đồng đô-la Mỹ lên giá so với đồng euro. Bởi vì giá trị thực của đồng đô-la Mỹ và nhập siêu tăng vọt nên áp lực lạm phát ở Mỹ chùng xuống. Kết quả là Cục Dự trữ Liên bang không còn cảm thấy cần thiết phải áp dụng các chính sách tiền tệ chặt chẽ hơn nữa.

Khi thiên niên kỷ mới đang đến gần, Cục Dự trữ Liên bang bắt đầu rút thanh khoản. Giá cổ phiếu bắt đầu giảm. Xét trên tổng thể, thị trường chứng khoán giảm 40%. Giá trị thị trường của cổ phiếu trên sàn NASDAQ giảm 80%.

Tiền chảy ồạt và các bong bóng tài sản

Chuỗi ba bong bóng giá tài sản trong 15 năm – ở Nhật vào nửa cuối thập niên 1980, ở Thái Lan và Malaysia vào nửa đầu thập niên 1990 và ở Mỹ vào nửa cuối thập niên 1990 – là một sự kiện tài chính hiếm thấy. Bong bóng ở Nhật xảy ra sau ba thập niên giá bất động sản tăng liên tục, sự tự do hóa quy định tài chính cho phép các ngân hàng Nhật đẩy mạnh các khoản vay bất động sản, và sự tăng trưởng mạnh mẽ về cơ sở tiền tệ khi Ngân hàng Nhật Bản can thiệp vào thị trường ngoại hối để đi đầu tiết sự tăng giá của đồng yên. Khi bong bóng ở Nhật bùng nổ, dòng tiền chảy từ Tokyo

đến Thái Lan và các quốc gia châu Á tăng vọt; giá bất động sản và chứng khoán các quốc gia này cũng tăng, trong một số trường hợp tăng mạnh như ở Nhật, và các nền kinh tế này trở nên bùng nổ – không khác mấy so với cách mà nền kinh tế Nhật bùng nổ trong thập niên 1980. Khi bong bóng ở các quốc gia châu Á bùng nổ, tiền chảy ồ ạt đến Mỹ; đồng đô-la Mỹ lên giá và giá cổ phiếu Mỹ tăng vọt, trở thành một bong bóng giá tài sản lớn hơn nhiều so với những gì mà họ gặp phải trong thập niên 1920.

Nhật Bản, Thái Lan, các quốc gia châu Á khác, và rồi Mỹ, tất cả đã trải qua các cơn bùng nổ kinh tế đáng nhớ. Tỷ lệ tăng trưởng gia tăng trong khi lạm phát vẫn giữ ở mức khiêm tốn, có thể là do đồng tiền đang được giá và việc hàng nhập khẩu giảm giá đã hạn chế áp lực đối với mức giá trong nước. Mô hình dòng tiền trong giai đoạn này giống như hệ thống Ponzi – các nhà đầu tư bất động sản Nhật vào thập niên 1980 trả lợi tức cho các ngân hàng cho vay bằng các khoản vay mới. Mô hình dòng tiền này không thể kéo dài và thực tế là nó đã không kéo dài. Tương tự, Thái Lan và phần lớn các quốc gia châu Á đã chịu mức nhập siêu lớn và là những người đi vay quốc tế; họ có tiền để trả lợi tức cho các khoản vay quốc tế bằng cách sử dụng các khoản vay mới. Tương tự, những người mua cổ phiếu Mỹ vào nửa cuối thập niên 1990 đều ngấm ngầm đánh cược rằng có một lượng lớn những người khờ dại chào bán số cổ phiếu đó. Thực tế là có rất nhiều người như vậy, nhưng vẫn không đủ nhiều để các nhà đầu tư – mà lẽ ra là chùng mực và bảo thủ – có thể tránh tổn thất nặng nề khi giá cổ phiếu sụp đổ.

Chương 9: GIAN LẬN, LỪA ĐẢO VÀ CHUKỖ TÍN DỤNG

Bong bóng giá tài sản bùng nổ luôn khiến những thủ đoạn gian lận và lừa đảo phải lộ diện. Enron bắt đầu lâm vào tình trạng phá sản trong một vài tháng cao điểm của giá cổ phiếu Mỹ. Vào thời điểm MCIWorldCom liên tục công bố về một số sai sót kế toán tài chính mà kết quả là một vụ phá sản lớn nhất trong lịch sử, hãng đã phóng đại về các khoản đầu tư và giảm nhẹ phí tổn đến 10 tỷ đô-la. Thị trường trái phiếu rủi ro cao sụp đổ sau khi tỷ lệ lãi suất gia tăng vào cuối thập niên 1980 và cổ phiếu sụt giá đột ngột vào cuối tháng 10/1987.

Sự tham nhũng gia tăng theo hướng thuận-chu-kỳ rất giống với nguồncung tín dụng. Không lâu sau khi dấu hiệu suy thoái xuất hiện, những người cho vay trở nên thận trọng hơn về số nợ của những người đi vay cũng như tổng rủi ro tín dụng của họ. Theo đó, lượng cho vay đến các doanh nghiệp đang kích thích tăng trưởng bằng tín dụng suy giảm. Một khi tín dụng trở nên khan hiếm cũng là lúc mà gian lận và lừa đảo bắt đầu mọc lên như nấm.

Phần lớn các hành vi lừa đảo là bất hợp pháp, một số khác nằm trên ranh giới giữa hợp pháp và phi pháp. Liệu việc cấp quyền mua cổ phiếu cho ban quản lý cấp cao và nhân viên nên được coi là một loại phí tổn, như tiền lương, hay nên bị chìm trong chú thích báo cáo tài chính để chi phí và lợi nhuận không bị ảnh hưởng? Câu trả lời cho câu hỏi này sẽ xác định tốc độ gia tăng lợi nhuận lẫn giá cổ phiếu. Liệu chúng ta có nên ép buộc Henry Blodgett, Mary Meeker, và Jack Grubman – những chuyên gia viễn thông trong thập niên 1990, phải công khai mức giá dự tính của từng loại cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư, hay họ chỉ cần công bố mức giá mục tiêu của từng doanh nghiệp sau 6 hay 12 tháng tới là đủ? Liệu các nhà chức trách có nên thành lập một “biệt đội thanh tra sự thật” để tránh cho nhà đầu tư khỏi bị lừa dối, hay họ nên để nhà đầu tư tự xác định những báo cáo nào từ các tổ chức bán cổ phiếu là chính xác tuyệt đối? Một số thủ đoạn kinh doanh là hợp pháp, thế nhưng những người tham gia hoạt động lại tỏ ra miễn cưỡng

và bối rối khi người ta tuyên bố các giao dịch của họ trên tờ New York Times, Wall Street Journal, Chicago Tribune, hay Telegraph của London. Có lẽ bởi vì họ sợ rằng ánh mặt trời sẽ đánh thức các nạn nhân khỏi giấc mơ bịp bợm này.

Hãy nói về Enron, MCI WorldCom, Adelphia, Tyco, HealthSouth, Global Crossing – hệ quả của sự dư thừa tài chính xuất phát từ bong bóng giá tài sản trong thập niên 1990. Đa số các hành vi lừa đảo bắt đầu xuất hiện ngay trong giai đoạn xảy ra cơn điên loạn, khi giá cổ phiếu vẫn đang tăng nhưng đã được khóa lấp sau bọt bong bóng. Những người đi vay mạo hiểm có khả năng tái huy động vốn cho các khoản vay đáo hạn bởi lẽ những người cho vay đang muốn đẩy mạnh hoạt động cho vay và tích lũy tài sản. Các ngân hàng đầu tư tin vào nguyên tắc người mua tự liệu; một người đủ tuổi bầu cử thì cũng đủ khả năng tự tìm kiếm nguồn lợi tài chính cho riêng mình.

Các hãng CPA (Certified Public Accounting) – các kiểm toán viên (công) có chứng chỉ, chẳng hạn như Arthur Andersen – được thành lập nhằm giúp nhà đầu tư tránh những sai lệch trong số liệu mà các doanh nghiệp đưa ra. Họ có bốn phận thẩm tra những con số thống kê mà các doanh nghiệp cung cấp. Một vài trong năm công ty kế toán toàn cầu đứng đầu thế giới đã bị các doanh nghiệp mua chuộc, thông đồng với nhau để lừa đảo nhà đầu tư. Câu hỏi được đặt ra là liệu các công ty tư vấn pháp luật cho Enron và MCI WorldCom có bất cứ nghĩa vụ nào đối với nhà đầu tư hay không.

Lừa đảo, bịp bợm, tham ô và các thủ đoạn luồn lách tinh vi là một phần của đời sống kinh tế thị trường, và ở mỗi quốc gia có một mức độ khác nhau. Tổ chức Minh bạch Quốc tế (Transparency International) đã xuất bản một danh mục tham nhũng hàng năm của các quốc gia. Phần Lan giữ vững vị trí số một thế giới về bộ máy nhà nước trong sạch, tiếp sau đó là Ireland. Trong nhiều năm, Bangladesh, Congo và Nigeria luôn thay nhau đứng ở vị trí cuối bảng về mức độ tham nhũng. Mỹ gần đầu bảng hơn so với cuối bảng, mặc dù nó đã để mất một vài vị trí trong bảng xếp hạng chính vì những gian lận và lừa đảo xảy ra ở quốc gia này trong suốt thời kỳ bong bóng giá cổ phiếu vào thập niên 1990.

Một phương thức lừa đảo truyền thống là phóng đại giá trị của hàng tồn kho. Trong một vụ bê bối xảy ra vào cuối thập niên 1930, McKesson Robbins đã sử dụng giấy chứng nhận lưu kho giả mạo để làm thế chấp đi vay. Trong thập niên 1960, Billie Sol Estes, một kẻ đầu cơ liều mạng người Texas, đã xuyên tạc số lượng thùng chứa phân bón mà gã cho thuê lại và đi vay dựa trên số lượng lớn hư cấu này. Cũng trong thập niên 1960, Tino De Angelis đã lừa bịp American Express bằng cách sử dụng các thùng chứa “dầu trộn xà lách” làm thế chấp đi vay; Tino biết rằng dầu không đặc bằng nước và hắn đã đổ một lớp dầu trộn xà lách dày 15 cm lên trên 60 m nước.

Các kiểu lừa đảo bao hàm các báo cáo ngụy tạo về giá trị hàng tồn kho có thể được kiểm tra khi ký cam kết. Rốt cuộc thì những người cho vay cũng phát hiện thủ đoạn của Billie Sol Estes; người ta đã đến và đếm số thùng chứa phân bón. Những người cho vay bị đánh lừa bởi giá trị ngụy tạo của vật thế chấp mà những người đi vay đưa ra, và ban đầu các kế toán viên của bên cho vay không nhận ra mánh khóe này. Các kiểu lừa đảo trong thị trường tài chính cũng có thể bao gồm các báo cáo về mức tăng trưởng lợi nhuận hay về mức giá cổ phần “bảo đảm” của một doanh nghiệp nào đó. Một báo cáo điển hình có thể là “giá cổ phiếu Amazon” sẽ lên tới 400 đô-la/cổ phần vào ngày 4/7, hay “Mục tiêu giá của chúng tôi là 400 đô-la/cổ phần”, và đôi khi “Lợi nhuận doanh nghiệp sẽ gia tăng ở mức 15%/năm trong 5 năm tới”. Một số kiểu lừa đảo trong thị trường tài chính bao gồm “sự lạc quan thái quá” về mức lợi nhuận doanh nghiệp hoặc giá cổ phiếu dự tính trong tương lai, đi đầu mà bản thân những người đưa ra tuyên bố biết là khó có thể xảy ra.

Phố Wall đã kiếm được rất nhiều tiền từ việc buôn bán cổ phiếu. Nó phát đạt nhờ một nhóm các cá nhân được trả lương cao. Vai trò chủ yếu của nhóm này là đưa ra các tuyên bố trước công chúng sao cho giá cổ phiếu của một số doanh nghiệp nhất định sẽ phất lên. Họ giống như những tên cò mồi đứng trước một buổi biểu diễn trong ngày hội, thuyết phục đám đông mua vé xem những người làm xiếc nuốt kiếm hay những kẻ đờng tính. Cứ hai cổ phiếu lên giá mới có một cổ phiếu mất giá, và thế là cho dù không cần đến kỹ năng chuyên môn thì khả năng mà “những chiến lược gia thị trường” này đúng vẫn nhiều hơn hai lần so với sai. Đặc trưng của các chiến lược gia thị trường này là tỏ ra miễn cưỡng khi phải chỉ ra một nhóm

cổ phiếu nào đó sẽ mất giá. Họ rất ít khi đề xuất chuyển giá cổ phiếu của một doanh nghiệp cụ thể nào đó sẽ hạ (bởi lẽ ban điều hành cấp cao của doanh nghiệp này có thể sẽ giận dữ và đe dọa không mang lại cho ngân hàng đầu tư một hợp đồng bao tiêu nào nữa). Nếu không may cổ phiếu hạ giá trong khi được quảng cáo là lên giá và những người mồi chài này trở thành nỗi xấu hổ của những người bỏ tiền ra thuê họ, thì dù gì họ cũng đã được hậu đãi, đã hết giá trị lợi dụng, và đó chính là kinh doanh mà. Không mấy khó khăn để tìm được người thay thế.

Tham nhũng là vấn nạn không thể ngăn chặn, trừ phi nền kinh tế hoặc xã hội đó có luật pháp, có quy tắc và luật lệ để phân biệt giữa những việc được chấp nhận với những việc phi pháp hoặc phi đạo đức. Mọi thứ đều chấp nhận được, đều đáng hoan nghênh trong một xã hội không có quy tắc hay luật lệ. Sẽ chẳng có tham nhũng khi không có ranh giới rõ ràng nào giữa hành vi chấp nhận được và không thể chấp nhận được. Hầu như mọi xã hội đều có quy tắc và luật lệ. Vô hình chung, chúng được áp dụng để làm giảm chi phí kinh doanh.

Luật pháp giữa hai quốc gia khác nhau thường khác nhau. Một hành vi hợp pháp ở quốc gia này có thể là phi pháp ở quốc gia khác. Hơn nữa, ngay trong một quốc gia, những luật lệ và quy tắc về các hành vi không thể chấp nhận được cũng thay đổi theo thời gian. Một số thủ đoạn tài chính hợp pháp ở Mỹ vào thập niên 1870 lại trở thành phạm pháp vào một thế kỷ sau. Bất chấp những biến thiên qua từng quốc gia hay thời gian, vẫn tồn tại một ý thức rộng hơn, tổng quát hơn về hành vi tài chính chấp nhận được trên cơ sở đi đầu răn của Chúa: “Chớ lấy của người”.

Hành vi tham nhũng là một phần của hầu hết mọi nền kinh tế. Số lượng các giao dịch vượt quá giới hạn của đạo đức và pháp luật gia tăng trong các thời kỳ phồn thịnh, như thập niên 1990. Nghịch lý ở chỗ, việc gia tăng tài sản cá nhân khi cổ phiếu, bất động sản và hàng hóa lên giá từ 30-40%/năm trong vài năm có vẻ như đã kích thích các hành vi lừa đảo từ các cá nhân muốn giàu lên nhanh hơn. Một số cá nhân không muốn thua kém ai và họ sẵn sàng dùng đủ mọi thủ đoạn để đạt được mục đích.

Đôi khi, các doanh nhân và nhà quản lý tiến gần đến ranh giới lừa đảo khi họ cho rằng sức hút của tỷ lệ lợi nhuận là rất lớn và dễ dàng hơn so với rủi ro; tiềm năng của cải vật chất thu được từ việc cắt giảm vật liệu, uốn nắn luật lệ, lừa gạt công chúng xem ra lớn hơn nhiều so với rủi ro bị phát hiện, bị phạt tiền, bị phơi bày trước đám đông. Một số có thể đã tính toán rằng họ sẽ thu được lượng tài sản khổng lồ nếu hành vi phạm pháp không bị phát hiện, và họ vẫn có thể giữ được một nửa nếu bị bắt. Khả năng phải vào tù là thấp, và nhà tù cho tội phạm công chức chẳng khác nào một câu lạc bộ thể thao ngoài trời vậy.

Các vụ sụp đổ và hoảng loạn, với phương châm bỏ chạy tán loạn mà chúng đem lại, đã xui khiến người ta gian lận trong khi cố ngăn chặn phá sản hoặc các hình thức tai nạn tài chính khác. Một chút gian lận hôm nay biết đâu sẽ tránh được thảm họa ngày mai. Khi giai đoạn phồn vinh kết thúc và tổn thất ở ngay trước mắt, người ta có xu hướng đặt cược lớn với hy vọng một kết thúc có hậu sẽ giúp họ thoát khỏi thảm họa.

Nick Leeson là một công chức bình thường – nhân viên của chi nhánh Singapore thuộc Baring Brothers, ngân hàng thương mại danh tiếng của London. Leeson đã trao đổi quyền chọn mua cổ phiếu, đặc biệt là quyền chọn mua trên Nikkei, chỉ số giá cổ phiếu chính tại Tokyo. Chi nhánh London của Barings đã đặt hạn mức tối đa lên số vốn công ty mà Leeson có quyền mạo hiểm, tương ứng với chức vụ của anh ta. Leeson mua bán quyền chọn mua và chọn bán trên Nikkei. Anh ta mua quyền chọn mua khi muốn đặt cược lên sự tăng giá của cổ phiếu Nhật và mua quyền chọn bán khi muốn đặt cược lên sự giảm giá của chúng. Anh ta bán quyền chọn mua khi dự đoán giá Nikkei sẽ không tăng đáng kể và bán quyền chọn bán khi dự đoán giá Nikkei sẽ không giảm đáng kể. Khi mua quyền chọn mua hay chọn bán, Leeson sẽ phải trả hoa hồng cho người bán – người phải chịu rủi ro giá cả. Khi bán các quyền này, anh ta sẽ kiếm được hoa hồng từ người mua vì anh ta được lợi từ rủi ro giá cả.

Khi một phiên giao dịch của chi nhánh này mắc lỗi, người ta đã phát hiện một khoản lỗ trong tài khoản kinh doanh của Leeson. Thay vì báo cáo lỗi này lên trụ sở chính của Barings tại London, Leeson lại tiến hành bán một số quyền chọn bán trên Nikkei. Kế hoạch của anh ta là sử dụng thu nhập

tiền mặt từ các khoản hoa hồng để bù vào số tiền lỗ trong lỗi giao dịch. Tuy nhiên, việc cổ phiếu Tokyo sụt giá mạnh sau trận động đất Kobe càng nghĩa với việc anh ta sẽ phải hứng chịu tổn thất trên hợp đồng quyền chọn ở mức lớn hơn nhiều so với khoản thu nhập hoa hồng. Khoản lỗ trong tài khoản kinh doanh của anh ta càng tăng. Sau đó, anh ta nhân đôi tiền cược với hy vọng lợi nhuận từ hợp đồng mới sẽ bù vào số tiền thua lỗ trước kia. Mọi chuyện sẽ kết thúc và chẳng ai trong trụ sở chính có thể khôn ngoan hơn. Thật không may cho Leeson, anh ta lại tiếp tục thua trong canh bạc thứ hai, mà mỗi lần như vậy, anh ta lại đặt cược “nhân đôi” với hy vọng lần này sẽ là lần chiến thắng. Mọi chuyện cứ thế tiếp diễn, cho đến khi khoản lỗ trong tài khoản lỗi của Leeson tương đương với toàn bộ số vốn liếng mà Baring sở hữu.

Có lẽ Leeson đã có đến 4-5 lần thua cược liên tiếp. Nếu tính xác suất thua 5 lần liên tiếp bằng phương pháp tung đồng xu truyền thống – một chuỗi 5 lần ngửa liên tiếp có xác suất $1/32$ – thì có thể thấy, chỉ cần Leeson thắng một lần thôi, có lẽ bất hạnh của anh ta sẽ không được viết trên trang nhất của các tờ báo và Leeson sẽ không phải dành hai năm trong nhà tù Singapore.

Và còn rất nhiều trường hợp nữa trong bộ sưu tập những kẻ giao dịch lừa đảo. John Rusnak thuộc chi nhánh Baltimore của Allied Irish Bank đã làm thâm hụt 750 triệu đô-la tiền vốn của hãng khi giao dịch ngoại tệ, trước khi trụ sở chính tại Dublin kịp phát hiện ra lượng thâm hụt đã lớn đến mức nào. Hamanaka thuộc chi nhánh New York của Sumitomo Bank cũng gây tổn thất đến vài tỷ đô-la khi mua bán trên thị trường đồng đỏ. Năm người giao dịch cho Ngân hàng Quốc gia Australia ở Sydney để lỗ vài trăm triệu đô-la của hãng khi giao dịch ngoại tệ.

Leeson, Rusnak và những kẻ kể trên đã liên tiếp thua cược trước khi bị phát hiện. Trong trường hợp này, sự thật được đưa ra ngoài ánh sáng đơn giản bởi vì họ đã không thể bù vào số tiền lỗ từ những lần thua cược.

Còn rất nhiều kẻ giao dịch lừa đảo khác. Họ cũng bắt đầu như Leeson và Rusnak, chuốc lấy hai đến bốn lần thua trong các vụ đặt cược “gấp đôi hoặc mất trắng” trước khi có thể thắng. Vốn tư bản của ngân hàng sẽ được

giữ nguyên như ban đầu và sẽ không ai hay biết về hành vi phạm tội của họ.

Phương pháp tiếp cận thủ đoạn gian lận tài chính trong chương này mang tính miêu tả với các câu chuyện điển hình. Trong Sách kỷ lục Guinness không có một chương nào nói về mức độ trầm trọng của các vụ lừa đảo và bịp bợm tài chính. Các thủ đoạn tài chính bắt đầu nổi lên trong giai đoạn nền kinh tế Mỹ mở rộng sau cuộc Nội chiến, và trở nên phổ biến trong Thời kỳ Hoàng kim của thập niên 1880. Cuối thập niên 1920, một số ngân hàng vẫn tiếp tục bán trái phiếu của một vài quốc gia Mỹ La-tinh mặc dù họ biết rằng các quốc gia này đã ngừng trả lãi suất.

BCCI – Ngân hàng Tín dụng và Thương mại Quốc tế – thu được khoản lợi nhuận lớn từ cú sốc giá dầu mỏ diễn ra trong thập niên 1970. BCCI vốn là một doanh nghiệp được ưu ái tại Pakistan; sau đó ngân hàng này đã thành lập một mạng lưới chi nhánh và trụ sở khắp khu vực Trung Đông, London và nhiều thành phố lớn khác ở cả châu Âu, châu Phi. BCCI phát lên mạnh trong cơn sốt giá dầu mỏ của thập niên 1970. Vào lúc này, khu vực Trung Đông đang tràn ngập tiền và một số người gửi tiền đầu tiên là những tù trưởng giàu có từ các bang thuộc Vịnh Ba Tư. BCCI tỏ ra đặc biệt hứng thú với những người gửi tiền thuộc Hồi giáo. Trên thực tế, nó đã đẩy mạnh hoạt động cho vay tới các nhà cầm quyền vì lý do chính trị. Điều này không những cho phép nó mở rộng quy mô hoạt động mà các vấn đề về quy định cũng sẽ được nới lỏng. Nó trả mức lãi suất cao cho các khoản tiền gửi.

Rất có thể BCCI chính là một trong những hệ thống Ponzi lớn nhất từ trước đến nay. BCCI chưa từng sinh lợi. Nó liên tục tái cấp vốn cho các khoản vay không hiệu quả nhằm trì hoãn việc thừa nhận những tổn thất từ hoạt động cho vay. Sau khi một số khoản vay của BCCI đến tay một ông trùm trong ngành hàng hải đang rơi vào bế tắc, nó đã mua chuộc các kiểm toán viên để che đậy tổn thất. BCCI còn tiến hành giao dịch quyền chọn để bù vào những tổn thất từ hoạt động cho vay. Nó công nhận các quyền chọn “trong giá” tại mức giá trị thị trường của chúng, nhưng lại cho rằng các quyền chọn “ngoài giá”, mà ở đó nó bị lỗ, là vô giá trị. BCCI tiếp tục mở

rộng chừng nào ngân hàng này vẫn còn khả năng bán tiền gửi cho các khách hàng xấu số của nó.

Khi bong bóng ở Nhật bùng nổ vào đầu thập niên 1990, các ngân hàng lớn có trụ sở chính tại Tokyo và Osaka đã phải hứng chịu tổn thất nặng nề từ hoạt động cho vay, đặc biệt với các khoản vay được sử dụng để thu mua bất động sản và cổ phiếu; hoặc khi cấp vốn cho một số đối tác tín dụng trong khu vực nông thôn để cho vay bất động sản. Một số ngân hàng địa phương nước này thậm chí đã phải gánh chịu tổn thất từ hoạt động cho vay nặng nề hơn. Nhiều khoản vay mà họ cấp cho sân golf, khách sạn, khu vui chơi giải trí được thỏa thuận với mục đích chính là kích thích tăng trưởng cho nền kinh tế địa phương. Thế nhưng lúc bấy giờ, truyền thống đã vay thì phải trả dường như không mấy phổ biến ở Nhật. Thay vào đó, người đi vay có thói quen sử dụng khoản vay mới để trả lãi suất của khoản vay cũ, sao cho số lượng các khoản vay chưa trả sẽ gia tăng ở mức lãi suất. Đối với người cho vay, họ có thể yên tâm cấp vốn vô thời hạn bởi lẽ giá bất động sản đang tăng nhanh gấp từ 3-4 lần so với mức lãi suất. Theo thông lệ, ngân hàng sẽ cho vay tối đa ở mức 70% giá trị ước tính của bất động sản dùng làm vật thế chấp. Chừng nào bất động sản còn lên giá, giá trị của vật thế chấp cũng sẽ gia tăng và các ngân hàng có thể hoàn toàn được bảo đảm.

Một khi bất động sản bắt đầu sụt giá, một số mảnh khốc trong thủ tục phê chuẩn khoản vay cũng bị lật tẩy. Một phụ nữ – chủ một nhà hàng nhỏ ở Osaka – đã vay một khoản tiền mệnh giá đồng yên có trị giá tương đương một vài tỷ đô-la từ chi nhánh địa phương của Ngân hàng Sumitomo thông qua một “mối quan hệ đặc biệt” với người chủ chi nhánh địa phương này. Đôi khi, một số yakuza sẽ mua chuộc, thậm chí đe dọa những người chuyên định giá bất động sản cho các ngân hàng; đối với họ, một cách đơn giản hơn để cướp ngân hàng là đi vay dựa trên giá trị ước tính hư cấu của vật thế chấp. Các viên chức cấp cao của một vài ngân hàng địa phương lớn đã cho những người xây bất động sản vay để những người này có thể mua đất đai đang thuộc quyền sở hữu của họ. Một số viên chức cấp cao của Bộ Tài chính đáng kính đã được tiếp đãi ở các nhà hàng xa xỉ và trác táng. Điều đáng ngờ là có thể chính các viên chức này đã báo trước cho các chủ nhà hàng về những thay đổi sắp xảy ra trong các quy định tài chính.

Khi các bong bóng bất động sản ở Thái Lan, Malaysia và các quốc gia châu Á lân cận khác lần lượt bùng nổ, các ngân hàng cũng bắt đầu hứng chịu tổn thất nặng nề và “chủ nghĩa tư bản thân hữu” đột ngột xuất hiện. Nó là sự ưu đãi mang tính thiên vị cho một số người đi vay nhất định, và thường thì người ta không nhận thấy sự hiện hữu của chủ nghĩa này trong những năm đầu nền kinh tế phồn vinh. Indonesia có thể coi là một “công ty gia đình Suharto” trong suốt hơn 30 năm; họ đã đạt được những thành tựu đáng nể xét theo mức tăng trưởng GDP của nước này. Khi nền kinh tế Indonesia vẫn đang bùng nổ, các ngân hàng sẵn sàng cung cấp các khoản vay cho nhiều công ty kinh doanh do những người con của Tổng thống Suharto đứng đầu; trên thực tế, những người này cũng sở hữu một vài trong số các ngân hàng đó. Các ngân hàng có vẻ không mấy quan tâm đến khả năng sinh lợi của các dự án mà họ cấp vốn tài trợ.

Trong giai đoạn đầu thập niên 1980, các tờ báo về tài chính ở Mỹ liên tục dự báo về một cuộc khủng hoảng tài chính sắp xảy ra trong các khoản tiết kiệm, các hiệp hội cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ của Mỹ. Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ là tổ chức tiết kiệm được thành lập với mục đích cấp vốn cho những người Mỹ có mức tài sản hạn chế có thể mua được căn nhà đầu tiên. Các quỹ tiết kiệm đã bán các khoản tiền gửi ngắn hạn để mua các biên bản thế chấp lãi suất cố định dài hạn. Do kỳ hạn của các khoản nợ tiền gửi ngắn hạn hơn nhiều so với kỳ hạn của các biên bản thế chấp, họ đã kiếm được từ “rủi ro biến đổi” – nếu lãi suất ngắn hạn gia tăng so với lãi suất dài hạn, lượng chênh lệch giữa lãi suất thu về từ các khoản vay và lãi suất phải trả cho khoản tiền gửi sẽ giảm, thậm chí có thể âm. Các quỹ tiết kiệm đã tồn tại với sự rủi ro biến đổi này trong suốt nửa thế kỷ mà không có một bất trắc đáng kể nào, bởi lẽ lãi suất tiền gửi ngắn hạn đã được chính phủ Hoa Kỳ đặt hạn mức tối đa nhằm hạn chế sự cạnh tranh giá cả thái quá giữa các ngân hàng và các tổ chức tiết kiệm. Tuy nhiên, trong nửa cuối thập niên 1970, khi lãi suất trên chứng khoán tính bằng đồng đô-la tăng vọt, nhiều cá nhân đã đồng loạt rút tiền từ các quỹ tiết kiệm để thu mua hối phiếu của Bộ Tài chính và các quỹ thị trường tiền tệ. Lúc bấy giờ, các quỹ thị trường tiền tệ có thể trả lãi suất cao hơn nhiều so với mức mà các tổ chức tiết kiệm được phép đưa ra.

Lúc này các quỹ tiết kiệm rơi vào tình thế tiến thoái lưỡng nan. Nếu họ nâng lãi suất tiền gửi lên đến mức cạnh tranh được với lãi suất của các hối phiếu Bộ Tài chính (giả sử họ có thể thuyết phục chính phủ Hoa Kỳ đẩy cao hạn mức lãi suất), thì tiền lãi phải thanh toán cho tiền gửi có thể sẽ cao hơn thu nhập lợi tức có được từ các biên bản thế chấp và làm xói mòn vốn liếng của họ. Thay vào đó, nếu các quỹ tiết kiệm bán biên bản thế chấp để giảm phần phải trả thêm từ tiền lãi phải thanh toán trên thu nhập lợi tức, họ cũng sẽ phải hứng chịu tổn thất nặng nề ngay lập tức, bởi số tiền thu được từ việc bán các biên bản thế chấp sẽ thấp hơn – có lẽ là thấp hơn nhiều – so với số tiền mà họ đã bỏ ra mua chúng.

Đa số các quỹ này lựa chọn phương án trả mức lãi suất tiền gửi cao hơn – cái chết từ từ có lẽ dễ chịu hơn so với đột tử. Mỗi quỹ có thể ước lượng tỷ lệ khấu hao tư bản hàng tháng và dự đoán ngày mà toàn bộ vốn tư bản của nó hoàn toàn cạn kiệt.

Hàng trăm, sau đó là hàng nghìn tổ chức tiết kiệm như vậy đã phá sản. Ban đầu, một quỹ phá sản sẽ được tiếp quản bởi FSLIC (Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi và Tiết kiệm Liên bang) hoặc FDIC (Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang) – các cơ quan chịu trách nhiệm bảo lãnh tiền gửi của chính phủ Hoa Kỳ. Các cơ quan chính phủ này sẽ bán các khoản vay tốt từ các quỹ phá sản cho các quỹ còn lại. Họ cũng sẽ bồi thường cho những người gửi tiền bằng số tiền thu được từ việc bán các khoản vay kể trên và từ nguồn dự trữ tích lũy của họ.

Vài năm sau, nguồn dự trữ tích lũy và vốn tư bản mà FSLIC và FDIC tích lũy trong gần 50 năm đã cạn kiệt. Lần này thì đến lượt FSLIC và FDIC rơi vào tình thế tiến thoái lưỡng nan. Không còn đủ khả năng để đóng cửa các quỹ có giá trị ròng âm vì không còn tiền để bảo lãnh cho các khoản tiền gửi, FSLIC và FDIC cần một mảnh khố nào đó cho phép các quỹ đã phá sản này tiếp tục hoạt động. Chính sách mà họ đã áp dụng là “hoãn nợ”.

Chắc hẳn là những tổn thất của FSLIC và FDIC phải được bồi thường. Hoặc Bộ Tài chính Mỹ sẽ cấp vốn, sử dụng tiền thuế của công dân nước này, hoặc FSLIC và FDIC sẽ gia tăng phí bảo hiểm tiền gửi mà các ngân hàng và quỹ tiết kiệm chưa phá sản phải chi trả. Tuy nhiên, các ngân hàng

và quỹ tiết kiệm này đã kịch liệt phản đối bởi lẽ đề xuất này chẳng khác nào buộc họ phải bồi thường cho những tổn thất mà các đối thủ cạnh tranh đã phá sản gây ra.

Về phía Quốc hội Hoa Kỳ, một số thành viên cũng phản đối đề xuất trích vốn từ Bộ Tài chính để FSLIC và FDIC trả hết nợ nần cho những người gửi tiền và đóng cửa các tổ chức phá sản. Trên thực tế, họ muốn nhân cơ hội đang xảy ra rối loạn để thúc đẩy việc bãi bỏ một số điều lệ trong hoạt động tài chính. Một số quỹ phá sản sẽ được “tái cấp vốn” và trở thành các tổ chức phụng hoàng; một quỹ phá sản này sẽ mua lại một quỹ khác và chính phủ sẽ cấp phát một gói hỗ trợ lớn cho quỹ đã mua lại đó dưới dạng tài sản vô thể. Ý tưởng – hy vọng thì đúng hơn – là trong vòng từ 20-30 năm tới, các tổ chức phụng hoàng sẽ sinh đủ lời để trả hết số nợ trong tài sản vô thể cũng như trong giá trị ròng âm mà chính phủ đã hỗ trợ cho họ.

Một số doanh nhân đề xuất rằng các quỹ phá sản có thể gia tăng các khoản tiền gửi và khoản vay sao cho lợi nhuận từ các biên bản thế chấp và các khoản vay mới sẽ lớn hơn khoản thâm hụt từ các biên bản thế chấp cũ có lãi suất thấp. Năm 1982, Quốc hội Hoa Kỳ nói lỏng các quy định đối với các quỹ tiết kiệm – giờ đây họ được phép mua gần như bất cứ loại chứng khoán nào. Cùng lúc đó, hạn mức tối đa cho số tiền gửi được bảo hiểm của mỗi cá nhân trong từng quỹ được đẩy từ 40 nghìn đô-la lên đến 100 nghìn đô-la. (Tuy nhiên, người ta có thể dễ dàng phá vỡ hạn mức này thông qua việc gửi tiền dưới những phiên bản khác nhau của cùng một tên. Chẳng hạn, ông Jone có khoản tiền gửi được bảo hiểm là 100 nghìn đô-la, còn bà Jone là 100 nghìn đô-la, ông Jone và bà Jone cùng nhau có thể gửi một khoản tiền được bảo hiểm thứ ba trị giá 100 nghìn đô-la. Cuối cùng, gia đình Jone có thể lập tài khoản cho mỗi người con và một chuỗi tài khoản chung giữa những người con này).

Các quỹ phá sản này hăm hở thu mua bất cứ khoản vay hoặc chứng khoán nào đưa ra mức lãi suất tương đối cao – vô hình chung, họ đã trở thành một trong những “thị trường tự nhiên” cho trái phiếu rủi ro cao. Ban đầu, việc cung ứng loại trái phiếu rủi ro cao chỉ giới hạn trong các “trái phiếu mất giá” – các trái phiếu mất hạng trên bảng định giá phẩm cấp đầu tư sau khi các doanh nghiệp phát hành chúng bị sụp đổ. Việc mất hạng trên bảng

định giá phẩm cấp đầu tư có nghĩa là một số thể chế tài chính sẽ không còn có thể kìm giữ các trái phiếu này nữa, và đi đầu này khiến lãi suất của chúng tăng mạnh.

Michael Milken của Drexel Burnham Lambert đã phát triển một số ý tưởng để đẩy mạnh cả mức cầu lẫn mức cung trên thị trường trái phiếu rủi ro cao. Tỷ lệ lãi suất giảm và tốc độ tăng trưởng kinh tế gia tăng trong thập niên 1980 đã tạo môi trường thuận lợi cho sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu rủi ro cao. Theo Milken/Drexel, các doanh nghiệp không dễ dàng phá sản trong một bối cảnh kinh tế như thế này, mức rủi ro khi mua trái phiếu rủi ro cao là không đáng kể so với mức chênh lệch lãi suất giữa loại trái phiếu này và trái phiếu có phẩm cấp đầu tư.

Milken đã cấp vốn cho một số bạn bè và đối tác nhằm giành quyền kiểm soát đối với các quỹ tiết kiệm, các công ty bảo hiểm cũng như các doanh nghiệp khác có khả năng trở thành khách hàng “tự nhiên” cho trái phiếu rủi ro cao. Milken đã gửi “thư trấn an” đến các doanh nhân đang dự định mua lại một công ty có tiếng, bảo đảm với họ rằng Drexel có thể huy động số vốn mà họ cần. Một khi bạn bè của Milken trở thành chủ sở hữu các hãng công nghiệp, các hãng này sẽ phát hành trái phiếu rủi ro cao ký dưới tên Drexel. Milken sẽ giao các trái phiếu này cho các quỹ tiết kiệm và công ty bảo hiểm cũng đang nằm dưới tầm kiểm soát của bạn bè ông ta. Drexel cũng thành lập các quỹ đầu tư của riêng mình và chúng có trách nhiệm mua các trái phiếu viết dưới tên Drexel.

Milken đang sở hữu một cỗ máy in tiền. Drexel thu hoa hồng bao tiêu chứng khoán khi các công ty khách hàng của nó phát hành trái phiếu rủi ro cao mới. Nó kiếm tiền khi bán loại trái phiếu đó cho các quỹ đầu tư và khi bán cổ phần của các quỹ đầu tư cho dân chúng. Drexel còn thu phí quản lý để đi đầu hành các quỹ này.

Merrill Lynch bắt đầu trở thành hãng môi giới vồn tiền gửi cho các tổ chức tiết kiệm. Các tổ chức tiết kiệm ở California và Southwest bắt đầu đưa ra mức lãi suất cao hơn nhiều, và đội quân gồm hàng nghìn nhà môi giới của Merrill trở thành kênh luân chuyển tiền khắp cả nước đến các tổ chức tiết kiệm mà bạn bè Milken đang kiểm soát. Tiền gửi mà các tổ chức này đang

bán được Bộ Tài chính Mỹ bảo lãnh – và đó là tất cả những gì mà khách hàng muốn biết.

Không mấy ai trong số những người mà Milken rót vốn để thôn tính các doanh nghiệp thật sự có kinh nghiệm về công nghiệp. Họ dùng tiền của “Chú Sam” – tiền sinh ra từ việc bán tiền gửi được bảo hiểm của chính phủ Mỹ – để mua lại hơn 50 doanh nghiệp nữa. Họ thường “trả giá cao” cho các doanh nghiệp này, thế nhưng trên thực tế, họ chỉ đang giao dịch bằng tiền của “Chú Sam” – thay vì sử dụng tiền của chính họ.

Nhiều doanh nghiệp không sinh đủ lợi nhuận để trả tiền lãi cho các trái phiếu rủi ro cao chưa được chi trả. Không có gì đáng lo, các doanh nghiệp này bắt đầu phát hành một số chứng khoán mới mà các tổ chức tiết kiệm – do Milken và bạn bè sở hữu – cũng sẽ mua lại một phần. Đó là một cỗ máy sẽ còn in ra tiền chừng nào thị trường trái phiếu rủi ro cao còn sôi sục.

Tuy nhiên, thị trường trái phiếu rủi ro cao đã sụp đổ vào cuối thập niên 1980, sau khi bộ máy quản lý Liên bang thay đổi điều luật khiến các tổ chức tiết kiệm không thể tiếp tục mua chúng. Giá trái phiếu rủi ro cao giảm mạnh. Những người nắm giữ trái phiếu phải hứng chịu tổn thất nặng nề. Tính thanh khoản biến mất khỏi thị trường này. Drexel lỗ nặng với đồng trái phiếu tiền kho của nó và phá sản năm 1992.

CÂU CHUYỆN HƯ CẦU VÀ SỰ THẬT VỀ TRÁI PHIẾU RỦI RO CAO

Các vụ tiếp quản công ty và câu chuyện về trái phiếu rủi ro cao đã trở thành một chủ đề thú vị trong văn chương. Hãy để ý đến những cái tên trong cả tiểu thuyết lẫn ngoài đời sống thực tế. Cuốn tiểu thuyết *Bonfire of the Vanities* (Lửa phù hoa) của Tom Wolfe thể hiện rõ nét những giá trị của tầng lớp giàu có ở New York. *Predator's Ball* (Buổi dạ hội của kẻ lợi dụng) của Connie Bruck miêu tả bữa tiệc hàng năm của những người giao dịch trái phiếu rủi ro cao. *Barbarians at the Gate* (Những kẻ thô lỗ ở cổng) kể về một vụ mua lại có thể xảy ra của RJR Nabisco; thật khó để nói giữa người mua lại và người bị bán, ai kém hấp dẫn hơn ai. Tựa đề tác phẩm *Den of Thieves* (Sào huyệt bọn trộm) của James Stewart phần nào vạch rõ câu chuyện về Milken và đồng bọn. *A License to Steal* (Quyền được cướp) của

Ben Stein cung cấp một bản tường trình về một loạt vụ phá sản của các doanh nghiệp lớn trong thập niên 1980 và thập niên 1990, cũng như về các doanh nghiệp đã mua chứng khoán viết dưới tên Drexel Burnham Lambert.

Cuối cùng, các tổ chức tiết kiệm sụp đổ đã khiến chính phủ Liên bang phải chịu tổn thất khoảng 150 tỷ đô-la. Nếu ngay từ đầu thập niên 1980, Quốc hội Hoa Kỳ đồng ý cấp tiền cho các cơ quan bảo hiểm tiền gửi để đóng cửa các quỹ phá sản, thì tổng thiệt hại trong số tiền thuế của công dân Mỹ chỉ dừng lại ở mức từ 20-30 tỷ đô-la. Sự chênh lệch này xuất phát từ khoản chi phí phải bỏ ra để đóng cửa các tổ chức tiết kiệm mà sau đó trở thành các chủ sở hữu trái phiếu rủi ro cao. Phần lớn số trái phiếu rủi ro cao rơi vào thị trường trong thập niên 1980 được viết dưới tên Drexel, và rồi khoảng một nửa trong số chúng mất khả năng chi trả.

Milken và gia đình ông ta từng là những nhà tỷ phú - có lẽ Milken vẫn còn là một tỷ phú ngay cả sau khi nộp phạt 550 triệu đô-la và “tận hưởng” 30 tháng trong cuộc đời mình tại một “câu lạc bộ thể thao ngoài trời” của Liên bang.

Một vụ mùa bội thu của những thủ đoạn gian lận, lừa đảo, bịp bợm rộ lên tại Mỹ vào nửa sau thập niên 1990. Enron đứng đầu trong bảng xếp hạng những doanh nghiệp liên quan đến bịp bợm và kiện tụng, gắn liền với cơn bùng nổ của thị trường chứng khoán. Hãng này là kết quả từ một vụ sáp nhập giữa hai nhà cung cấp ống dẫn ga tự nhiên. “Heavy Enron” (Enron nặng) đầu tư với quy mô lớn vào một nhà máy phát điện ở Ấn Độ và các hệ thống dẫn nước tại Anh, Mexico. “Light Enron” (Enron nhẹ) bắt đầu bành trướng nhanh chóng trong ngành công nghiệp sản xuất và kinh doanh điện, hơi ga tự nhiên, băng thông rộng, cũng như bất cứ thứ gì có thể trao đổi trên thị trường bán sỉ. Báo chí đã thổi phồng Enron như một doanh nghiệp quan trọng nhất trong lúc chuyển giao sang thời kỳ bãi bỏ quy định trong thị trường điện.

Sự mở rộng nhanh chóng cho cả hai cánh tay “nặng” và “nhẹ” của Enron đòi hỏi một lượng vốn lớn để đầu tư trang thiết bị nhà máy, phương tiện giao dịch và phần mềm. Enron bán hàng loạt trái phiếu và cung cấp doanh thu đáng kể cho các ngân hàng đầu tư trọng yếu của nó, Merrill Lynch và

Salomon Smith Barney. Vào thời kỳ cao điểm, thị giá vốn của hãng đạt 250 tỷ đô-la, giá trị thị trường của cổ phiếu Enron khi ở mức 100 đô-la/cổ phần lên đến hơn 200 tỷ đô-la, giá trị thị trường của trái phiếu công cộng đạt tới 40 tỷ đô-la. Có thể không bằng GE hay Microsoft, nhưng không thể phủ nhận đó là những con số khổng lồ.

Không lâu sau khi giá cổ phiếu Mỹ bắt đầu sụt mạnh vào năm 2000, Enron – từng có lúc được tung hô (cũng nhờ các chuyên gia quan hệ công chúng của hãng) như là doanh nghiệp lớn thứ bảy của Mỹ, được tạp chí Fortune đánh giá là một trong những doanh nghiệp tiên tiến nhất nước Mỹ – tuyên bố phá sản. Cổ phiếu của nó trở nên vô giá trị. Giá trị thị trường của trái phiếu giảm mạnh.

Một điều khiến người ta không khỏi tò mò là vào thời điểm nào các nhà quản lý cấp cao nhất của Enron rơi vào tình thế tiến thoái lưỡng nan và bắt đầu con đường gian lận tài chính. Người ta cũng đặt dấu hỏi về vai trò của các hãng kiểm toán và luật pháp mà Enron thuê để cung cấp dịch vụ tư vấn chuyên môn, liệu họ có biết những hành vi phi pháp của Enron hay không.

Một phần lớn trong tổng số tiền lương thưởng cho các nhà quản lý cấp cao của Enron lấy từ tiền bán các quyền chọn cổ phiếu mà họ nhận được từ hãng dưới dạng tiền thưởng. Mức tăng trưởng lợi nhuận càng nhanh, cổ phiếu Enron càng lên giá; các quyền chọn càng có giá, chủ sở hữu chúng càng giàu. Trên thực tế, hình thức tiền thưởng này đã duy trì sự gia tăng lợi nhuận cho các quan chức cấp cao. Hơn nữa, nó còn có thể được lợi dụng để tác động lên giá cổ phiếu.

Enron đang đáp trả những thách thức mà các nhà phân tích thị trường chứng khoán đưa ra trên Phố Wall. Hết quý này đến quý khác, các nhà phân tích ước tính thu nhập trên mỗi cổ phần đến từng xu. Có rất nhiều ví dụ về các doanh nghiệp không thực hiện được mức thu nhập ước tính; cổ phiếu của họ sụt giá từ 10-20%. Và thế là các giám đốc tài chính của Enron (cũng như các doanh nghiệp khác) được thưởng lớn để duy trì mức thu nhập, qua đó thỏa mãn những ước tính của các nhà phân tích Phố Wall.

Enron đã bước vào các vụ dàn xếp bán-rũi-thuê-lại với Merrill Lynch và JP Morgan cho một số sà-lan phát điện ở Nigeria. Merrill và Morgan trả cao hơn mức giá thị trường cho các sà-lan này sao cho Enron có thể thấy rõ lợi nhuận từ thương vụ; khoản lợi nhuận này sẽ đóng góp vào bản báo cáo tài chính hàng năm của Enron. Không phải Merrill và Morgan đang làm từ thiện, chính vì trả cao hơn giá thị trường cho các sà-lan đó, họ cũng đã đòi mức chi phí cho thuê hàng năm cao hơn. Đối với Enron, sự gia tăng lợi nhuận trong năm này sẽ phải trả giá bằng sự tổn thất về lợi nhuận trong những năm tiếp theo.

Enron đã nỗ lực đẩy mạnh mức lợi nhuận của năm này bất chấp sự ảnh hưởng tiêu cực lên mức lợi nhuận của năm sau. Vấn đề tồn đọng của năm sau sẽ phải giải quyết trong năm sau nữa.

Enron đã trả giá cao cho một số hợp đồng tương lai phải trả trong 5-10 năm và có giá thị trường không xác định. Enron gia tăng giá trị trên các hợp đồng trên từ năm này sang năm khác và đóng góp vào báo cáo lợi nhuận năm đó cho Enron. Cách làm của Enron khiến người ta nghĩ đến một câu chuyện tương tự trong thập niên 1990, khi Billie Sol Estes thổi phồng số thùng chứa phân bón mà gã cho thuê.

Mánh khéo của Enron đã làm cho mức lợi nhuận trong báo cáo tài chính của nó tăng lên đến hơn 1 tỷ đô-la vào thời điểm mà hãng đang phải hứng chịu một khoản nợ rất lớn, được che đậy trong các vụ chung vốn nằm ngoài bảng cân đối kế toán – còn gọi là các phương tiện tài chính đặc biệt (SFV - Special Financing Vehicles). Nhiều ngân hàng và hãng công nghiệp sử dụng các SFV để loại bỏ nợ nần trong bảng cân đối kế toán, qua đó đảm bảo được một vị thế tốt hơn để vay thêm tiền. Theo nghiệp vụ kế toán, một SFV vẫn được coi như một chủ thể độc lập nếu “các cá nhân không liên quan” vẫn sở hữu ít nhất 3% vốn cổ phần của SFV này. Enron nắm giữ 97% trong các vụ chung vốn và các nhân viên lâu năm của nó sở hữu 3% còn lại; đôi khi 3% này thuộc về các ngân hàng của Enron. Một số đối tác này lấy tên từ bộ phim Star Wars (Chiến tranh giữa các vì sao) như JEDI hay Chewco, v.v... Các đối tác sẽ đi vay từ ngân hàng và những người cho vay khác như thể họ hoàn toàn độc lập với Enron, và rủi ro đầu tư số tiền đó cùng với Enron.

Enron sử dụng tiền đi vay để hỗ trợ giá cổ phiếu của nó. Cách làm này chẳng khác chiến lược cá cược của Nick Leeson là mấy – nếu cổ phiếu của Enron mất giá, giá trị của các đối tác này cũng giảm theo và Enron sẽ rơi vào thảm họa. Tuy nhiên, kiểu cá cược như vậy vốn là truyền thống của người Mỹ; nó đã được ngành vận tải đường sắt Mỹ vận dụng trong thế kỷ XIX. Các doanh nghiệp đường sắt dùng cổ phiếu làm thế chấp đi vay. Nếu giá cổ phiếu có dấu hiệu sụt giảm, họ sẽ dùng đủ mọi cách để nâng lên. Bởi lẽ nếu cổ phiếu sụt giá quá mạnh, giá trị vật thế chấp có thể xuống dưới mức của khoản vay và các ngân hàng cho vay sẽ yêu cầu họ tìm một vật thế chấp khác.

Các ngân hàng đầu tư lớn hăm hở cho các đối tác này vay vì Enron là một khách hàng béo bở và thường đem lại cho họ các khoản thu nhập bao tiêu đáng kể.

Sự sụp đổ của Enron kéo theo thảm họa của Arthur Andersen, vốn là hãng kiểm toán lớn uy tín hàng đầu của Mỹ. Vài năm trước, Andersen cũng từng trải qua các vụ kiện tụng từ phía chủ nợ của Baptist Hospital of Arizona, Waste Management cùng một vài khách hàng kiểm toán đã phá sản khác. Lần này, Andersen bị buộc tội phá hủy tài liệu sau khi Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán bắt đầu đi điều tra về tình hình tài chính của Enron.

Anderson đã thu được 2 triệu đô-la mỗi năm cho dịch vụ kiểm toán ở Enron, 25 triệu đô-la cho dịch vụ tư vấn. Có thể khoản tiền tư vấn khổng lồ này đã làm mờ mắt Andersen khi đánh giá lợi nhuận của Enron.

Anderson mới chỉ là một trong những kẻ dính líu đến Enron. Bản thân hội đồng quản trị của Enron cũng tụt tụt tại nhiều vụ xung đột lợi ích vì một số thành viên trong hội đồng này được nhận khoản thu nhập tư vấn từ phía doanh nghiệp. Enron đã thiết lập một vài nhóm cố vấn, thường là từ các phương tiện truyền thông, với mức lương 25 nghìn đô-la cho việc gặp gỡ hàng năm. Chủ tịch của Enron, Kenneth Lay, vốn có mối quan hệ mật thiết với một số nhóm chính trị ở Washington, là người có đóng góp tích cực cho các chính khách. Cuối cùng, tháng 6/2002, Andersen bị kết án cản trở pháp luật. Uy tín bị hủy hoại, Anderson đã để mất hàng trăm khách hàng và sau đó buộc phải tuyên bố ngưng hoạt động. Hơn 30 viên chức cấp cao của Enron bị buộc tội. Về cơ bản, có ba hình thức lừa đảo tài chính diễn ra khi

Enron cố gắng phóng đại thu nhập và giảm nhẹ tổn thất. Một số viên chức cũng đã báo cáo hạ thấp khoản thu nhập phải nộp thuế cho Cục Thuế Hoa Kỳ. Ken Lay và đồng bọn bị buộc tội cung cấp thông tin sai lệch về tình hình tài chính của hãng. Trong số đó, năm người bị tòa tuyên án và chỉ có một người trắng án; 15 người thú tội và một số đã phải vào tù; đa số chưa bị tuyên án; tám người chờ ngày ra tòa. Jeffrey Skilling, người đứng thứ hai tại Enron, bị buộc tội với 35 hành vi vi phạm pháp luật, bao gồm tội thông đồng, gian lận chứng khoán, điện báo giả và giao dịch nội gián. Andrew Fastow, giám đốc tài chính, thú tội đã thông đồng gây ra gian lận chứng khoán; ông này sẽ phải ngồi tù ít nhất là 10 năm. Lea Fastow, vợ của Andrew, nhận tội trốn thuế và sẽ ngồi tù 6 tháng. Ben Glisan, thủ quỹ, nhận tội lừa đảo điện báo và gian lận chứng khoán, lãnh 5 năm tù. Michael Kopper, viên chức điều hành tài chính, nhận tội gian lận và rửa tiền. Các cựu giám đốc của Enron đồng ý thanh toán 168 triệu đô-la trong vụ tố tụng mà các cổ đông đưa ra. Họ sẽ phải bỏ tiền túi ra 13 triệu đô-la và số còn lại đến từ các tổ chức bảo hiểm. Lehman Brothers đã trả 222 triệu trong thỏa thuận này và phía Ngân hàng Mỹ trả 69 triệu.

WorldCom là một trong những công ty viễn thông phát triển nhanh nhất trong thập niên 1990, với hơn 60 vụ mua lại. Thành tựu này có sự đóng góp rất lớn của Bernie Ebbers, một cựu giáo viên lịch sử cấp trung học đến từ Jackson, Mississippi. Thu nhập trên mỗi cổ phần của WorldCom gia tăng ở mức chóng mặt; tỷ lệ giá cổ phiếu trên thu nhập của nó cao hơn so với giá cổ phiếu của các doanh nghiệp mà nó mua lại. WorldCom trả cho các vụ mua lại bằng cách trao đổi số cổ phần mới phát hành của nó với cổ phần của các doanh nghiệp bị mua.

Thu nhập trên mỗi cổ phần của WorldCom gia tăng nhanh như vậy là do nó thu được tiền lãi của các doanh nghiệp khác có giá cổ phiếu thấp hơn, chứ không phải bởi tư cách một công ty viễn thông. (WorldCom sẽ không dám mua một doanh nghiệp với mức giá cổ phiếu cao hơn mức mà bản thân nó đang có. Khi đó, tốc độ tăng trưởng thu nhập của nó sẽ suy giảm).

Ebbers đang cưỡi trên lưng cọp: để giữ giá cổ phiếu WorldCom ở mức cao, hãng phải tiếp tục mua lại các doanh nghiệp khác có giá cổ phiếu thấp hơn. Với việc mở rộng quy mô bằng các vụ mua lại, cách duy nhất để

WorldCom có thể duy trì tốc độ tăng trưởng thu nhập là mua lại các doanh nghiệp còn lớn hơn nữa. Vấn đề ở chỗ – và đây cũng là điểm chung đối với các doanh nghiệp muốn đẩy mạnh mức thu nhập trên mỗi cổ phần thông qua việc mua lại – số lượng các doanh nghiệp viễn thông nằm trong tầm ngắm của nó càng lúc càng giảm khi WorldCom tiếp tục mở rộng.

Nạn nhân cuối cùng của WorldCom là MCI, một trong những doanh nghiệp tiên tiến nhất trong ngành công nghiệp viễn thông Mỹ. Với ý tưởng sử dụng tháp vi ba, nó đã phá bỏ vị thế độc quyền của AT&T về dịch vụ điện thoại đường dài. MCI lớn mạnh đến nỗi WorldCom đã phải tự đổi tên thành MCIWorldCom. Trong nỗ lực duy trì mức tăng trưởng thu nhập, MCIWorldCom có ý muốn sáp nhập với US Sprint. Tuy nhiên, đề nghị của nó không được các nhà chức trách Mỹ thông qua.

Không lâu sau, MCIWorldCom tuyên bố phá sản – vụ phá sản lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ. Và rồi người ta đi đầu tra ra các giám đốc tài chính của hãng đã phóng đại thu nhập bằng cách gán 4,8 tỷ đô-la phí tổn hàng ngày cho “đầu tư” – rồi cuộc con số giả tạo này lên đến 10 tỷ đô-la. Nó buộc phải thực hiện hành vi gian lận kế toán này để duy trì tốc độ tăng trưởng thu nhập và giữ cho cổ phiếu không bị mất giá. Sau khi bị bắt giữ, hai trong số các viên chức cấp cao của WorldCom đã nhận tội và ngồi tù.

Một thời gian sau, người ta cũng phát hiện MCI đã cho Bernie Ebbers vay hơn 400 triệu đô-la – khoản giao dịch ngoài sổ sách. Ebbers đã dùng cổ phiếu WorldCom làm thế chấp cho khoản vay này – và hấn lại sử dụng số tiền thu được để mua thêm cổ phiếu của WorldCom. Ebbers đã vi phạm bài học đầu tiên về đầu tư – bài học đa dạng hóa tài sản.

Enron và WorldCom đã trở thành nạn nhân của chính những thành công do chính họ gây dựng nên. Các nhà phân tích thị trường chứng khoán Phố Wall đã quen với việc dự đoán lợi nhuận theo quý của từng doanh nghiệp. Nếu một doanh nghiệp không thỏa mãn được mục tiêu lợi nhuận đề ra, cổ phiếu của nó sẽ mất giá từ 15-20%. Đó không phải là chuyện đơn giản. Vậy là các giám đốc tài chính cấp cao bắt đầu tham gia vào một trò chơi, và có hai cách để chơi trò này. Nếu mức lợi nhuận triển vọng cao hơn nhiều so với dự tính, họ sẽ được nhận thưởng để trả trước lương hoặc để

hoãn biên lai thanh toán, trên thực tế nó trì hoãn việc nhận ra lợi nhuận. Logic ở đây là, các nhà phân tích Phố Wall sẽ có cái nhìn khác đối với doanh nghiệp này; có thể họ sẽ cho rằng nó sẽ có xu hướng tăng trưởng về lâu về dài, thay vì đó là một sự tăng vọt nhất thời trong lợi nhuận. Ngược lại, nếu mức lợi nhuận có khả năng thấp hơn so với dự tính, các giám đốc tài chính cũng sẽ nhận thưởng lớn từ việc hoãn trả lương hay ký trước biên lai thanh toán. Vấn đề sẽ dồn lại trong quý tiếp theo.

Phiên tòa xử Bernie Ebbers tội lừa đảo công chúng về tình hình tài chính của doanh nghiệp bắt đầu vào tháng 1/2005. Các luật sư bào chữa rằng Scott Sullivan, giám đốc tài chính của WorldCom, đã tung tin giả cho Ebbers. Sullivan lại khiếu nại rằng chính Ebbers đã dựng ra kịch bản này nhằm giảm nhẹ số năm tù. Trong số các cựu giám đốc tại WorldCom, có mười người đồng ý bỏ ra 18 triệu đô-la tiền túi trong tổng số 54 triệu đô-la phải bồi thường cho các cổ đông.

Dennis Kozlowski – người đứng đầu Tyco, một xí nghiệp tập đoàn có tổng trị giá 200 tỷ đô-la, cùng Mark Swartz – giám đốc tài chính, đã bị chính phủ Liên bang kết tội biển thủ của Tyco hàng trăm triệu đô-la bằng hai cách: họ tự cấp cho mình các quyền chọn cổ phiếu Tyco mà không thông qua sự đồng ý của ban quản trị; họ đã sử dụng vốn của hãng để phục vụ cho sinh hoạt cá nhân. Các ông lớn đã chi 6.000 đô-la cho bức rèm nhà tắm, 2 triệu đô-la cho tiệc sinh nhật của bà Kozlowski tổ chức ở Sardinia và Tyco chịu 50% chi phí của bữa tiệc này. Báo chí tường thuật lại tâm điểm của buổi tiệc khi một tác phẩm điêu khắc bằng băng, dựng lại bức tượng David của Michelangelo, có nhiệm vụ rót rượu vodka từ một bộ phận không thể thiếu của cơ thể!

Tyco đã mua lại vài trăm doanh nghiệp trong nhiều ngành công nghiệp khác nhau, thường là bằng cổ phiếu của nó hoặc đôi khi dùng tiền bán trái phiếu hay đi vay ngân hàng. Tyco gây ảnh hưởng lên mức lợi nhuận của doanh nghiệp bị mua lại. Sau khi một doanh nghiệp đồng ý để nó mua, lợi nhuận của doanh nghiệp này sẽ bị kìm hãm tạm thời sao cho nó có vẻ như đã phát lên sau khi được gia nhập gia đình Tyco. Điều này sẽ có ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của Tyco.

Tyco tỏ ra nhạy cảm đối với mọi loại phí tổn mà nó phải trả, đặc biệt là tiền thuế. Trong khi trụ sở hoạt động của hãng nằm ở New Hampshire (một bang không đánh thuế thu nhập lẫn thuế kinh doanh), thì trụ sở hợp pháp của nó lại được đặt tại Bermuda. Điều này cho phép nó trốn thuế thu nhập doanh nghiệp của Mỹ.

Bang New York thông báo rằng Kozlowski đã không chịu nộp thuế kinh doanh đầy đủ. Kozlowski đã trốn thuế đến 1 triệu đô-la đối với các bức tranh mà ông ta mua ở New York bằng cách khẳng định chúng sẽ được chuyển đến New Hampshire. Mặc dù các thùng rỗng từng chứa tranh đúng là đã được người ta mang đi sau đó, nhưng bản thân các bức tranh lại được chuyển về căn hộ của Kozlowski.

Phiên tòa đầu tiên kết thúc mà không đi đến kết luận nào. Khác với Enron và MCIWorldCom, Tyco đã không phá sản.

Chính phủ Liên bang cũng đã buộc gia đình Riga tội bòn rút đến 2,3 tỷ đô-la của Adelphia Communications – hệ thống dây cáp lớn thứ sáu ở Mỹ. Thủ đoạn mà gia đình này sử dụng là sự kết hợp giữa những mảnh khóc của cả Enron lẫn WorldCom. Họ huy động được hơn 3 tỷ đô-la từ các khoản vay ngoài bảng quyết toán, giúp Adelphia thổi phồng vốn liếng và che giấu nợ nần. Adelphia khởi nghiệp là một hãng buôn bán nhỏ lẻ trong quy mô gia đình, mà thường thì với quy mô như thế này, ranh giới giữa tài khoản cá nhân và tài khoản doanh nghiệp là không mấy rõ ràng. Nhiều khoản vay của hãng được gia đình bảo lãnh và nhiều khoản vay từ phía gia đình lại được hãng bảo lãnh. Gia đình Riga đi vay hầu hết là để có tiền mặt hỗ trợ cho giá cổ phiếu của hãng. Cựu giám đốc tài chính và cựu phó chủ tịch đầu đã nhận tội. Hai thành viên của gia đình Riga bị tòa tuyên án.

Người sáng lập kiêm chủ tịch của HealthSouth, Richard Scrushy, đã bị buộc tội gian lận kế toán đến gần 3 tỷ đô-la. Phiên tòa bắt đầu vào tháng 1/2005 và đi đến kết luận có hành vi lừa đảo. Scrushy tuyên bố – rất giống với Bernie Ebbers của WorldCom hay Ken Lay của Enron – rằng cấp dưới của ông ta mới là những người thực hiện hành vi vi phạm pháp luật, rằng chính những kẻ này đã vu khống ông ta là người đứng sau vụ lừa đảo nhằm thoát tội.

Sam Waksal, người sáng lập và tài trợ cho ImClone, cũng phải ngồi tù sau khi bị Liên bang buộc 6 tội. Waksal đã bảo bố và con gái bán cổ phần của họ trong công ty khi biết trước một công bố bất lợi từ phía Cục Quản lý Thuốc và Thực phẩm vào ngày hôm sau sẽ khiến giá cổ phần sụt giảm.

Năm tháng tù của Martha Stewart có thể liên quan đến quyết định bán cổ phần trong ImClone của Sam Waksal. Stewart cũng bán cổ phần của bà ta nhưng phủ nhận việc được Waksal cung cấp bất cứ thông tin nào. Quả là một sự trùng hợp ngẫu nhiên thú vị. Chính phủ Liên bang đã buộc tội Stewart “cản trở pháp luật”. Cuối cùng, bà ta bị tuyên án.

Richard Grasso, chủ tịch kiêm giám đốc điều hành của Sở Giao dịch Chứng khoán New York, đã được báo chí Mỹ tung lên trang nhất với tin: gói trợ cấp hưu trí của ông này sẽ có giá trị 150 triệu đô-la. Các thành viên cùng sở hữu sở giao dịch. Nó vừa cung cấp cho họ một sàn giao dịch, vừa kiểm soát cách thức họ giao dịch với nhau. Nó chịu trách nhiệm phán quyết điều gì được phép và không được phép. Hầu hết các giám đốc của sở giao dịch cũng có vị trí cấp cao trong các doanh nghiệp mà sở kiểm soát, hoặc nói đúng hơn, trong các doanh nghiệp lẽ ra sở phải kiểm soát. Gói trợ cấp hưu trí của Grasso dường như hơi cao – thực tế là rất cao – không chỉ trong mối tương quan với doanh thu của sở mà còn so với quyền lợi khi về hưu của các lãnh đạo cấp cao trên Phố Wall.

Điều đáng ngờ ở đây là liệu Grasso có “mềm tay” về mặt kiểm soát vì không muốn động chạm đến các giám đốc có quyền quyết định mức lương và thưởng cho ông ta hay không. Người kế nhiệm của Grasso và hội đồng quản trị mới đã kiện Grasso và hội đồng quản trị trước.

Global Crossing thì lại tráo đổi dung lượng mạng lưới với các hãng vận tải khác nhằm thổi phồng doanh thu của nó. Sau đó hãng này đã phi tang giấy tờ và rơi vào phá sản. Nhưng trước đó, Gary Winnick đã thu được 800 triệu đô-la tiền bán cổ phần của ông này trong công ty.

Shell Oil đồng ý trả mức phạt 150 triệu đô-la cho các cơ quan kiểm soát tại Mỹ và Anh vì đã phóng đại khối lượng dầu trong kho dự trữ trên mặt đất của nó. Việc tính số dầu dự trữ hẳn là khó hơn so với việc đếm số thùng

chứa phân bón của Billie Sol Estes. Một vài viên chức cấp cao của Shell bị đuổi cổ khỏi công ty, nhưng không ai phải vào tù.

CÁC VỤ BÊ BỐI QUỸ TƯƠNG HỖ TRONG NĂM 2003

Trong năm 2003, một số lượng đáng kể các tổ chức quỹ tương hỗ lớn tại Mỹ – có lẽ là một nửa trong số 20 doanh nghiệp lớn nhất trong lĩnh vực quản lý quỹ tương hỗ – bị buộc tội ưu đãi một cách bất thường trong khi giao dịch với một vài quỹ đầu cơ. Hành vi này giúp các quỹ đầu cơ kiếm được khoản lợi nhuận lớn, và phải trả giá bằng quyền lợi của các cổ đông khác trong quỹ tương hỗ. Một số thương vụ này hợp pháp, nhưng phần lớn là không. Tuy nhiên, có một điểm chung là tất cả đều vi phạm một giao ước ngầm giữa hai bên – giữa quỹ tương hỗ và các cổ đông của nó – rằng các cổ đông đều phải được đối xử như nhau. Chính phủ Mỹ yêu cầu mỗi quỹ tương hỗ trong nước phải ký kết một bản hợp đồng với Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán Hoa Kỳ. Bản hợp đồng chỉ rõ các quy tắc đối với hoạt động giao dịch – quy định hành vi nào được phép và hành vi nào không được phép. Điểm nổi bật của phần lớn các bản hợp đồng như thế này là chúng đều ngăn chặn việc nhà đầu tư thực hiện kiểu giao dịch “mua-vào-bán-ra” – bán ra cổ phần của quỹ một hoặc hai ngày sau khi vừa mới mua vào. Thông thường, hợp đồng cũng chỉ rõ nếu một nhà đầu tư thực hiện một phiên giao dịch mua-vào-bán-ra, anh ta sẽ bị phạt 1% hoặc đề nghị bán ra phải bị hoãn lại. Thỏa thuận cũng quy định viên chức của một quỹ không được phép mua cổ phần của một công ty nếu quỹ đó cũng đang mua cổ phần công ty này – hoặc nếu viên chức đang mua cổ phần công ty đó thì anh ta sẽ không được phép “front-run”, tức là mua cổ phần của một công ty cho tài khoản cá nhân của anh ta trước khi quỹ tương hỗ mua cổ phần của chính công ty này. Hơn nữa, theo thông lệ, các quỹ chỉ tiết lộ thông tin về các chứng khoán mà mỗi quỹ sở hữu vào cuối mỗi quý, tuyệt đối không cung cấp bất cứ thông tin nào về các thương vụ mua bán của các chứng khoán riêng lẻ trong khoảng giữa những ngày cuối quý.

Nhiều quỹ đầu cơ tham gia các phiên giao dịch xác định thời điểm đúng của thị trường với các quỹ tương hỗ. Các quỹ đầu cơ sẽ mua cổ phần trong các quỹ tương hỗ nếu họ nghĩ rằng sau khi thương vụ được công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng, cổ phiếu của các quỹ tương hỗ sẽ lên

giá và giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phần của chúng cũng gia tăng. Các quỹ đầu cơ sẽ giao dịch trên mức giá cũ dễ như trở bàn tay. Cơ hội giao dịch trên mức giá cũ bắt nguồn từ việc một số quỹ tương hỗ sở hữu chứng khoán nước ngoài, và thị trường mà người ta mua bán các chứng khoán này đóng cửa trước khi thị trường tại Mỹ đóng cửa. Thị trường Nhật đóng trước khi thị trường Mỹ mở. Các quỹ tương hỗ sẽ tiết lộ cho một số quỹ đầu cơ về các cổ phiếu mà nó đang mua đi bán lại trong quý, trong khi không cung cấp thông tin này cho các cổ đông còn lại. Một số nhà quản lý quỹ tương hỗ sẽ giao dịch cổ phần trong chính quỹ của anh ta với kiểu mua-vào-bán-ra. Và cũng có thể là anh ta sẽ “front-run” các khoản mua của quỹ này.

Vậy vì lý do gì mà các quỹ tương hỗ đã phá vỡ cam kết đối với các cổ đông của họ?

Đó là bởi kinh doanh là một trò trao đi đổi lại. Khi một công ty quản lý quỹ tương hỗ cần nâng giá, các quỹ đầu tư có thể mua cổ phần của một số quỹ tương hỗ thuộc quyền sở hữu của nó.

Canary Capital, một quỹ đầu cơ thuộc sở hữu gia đình, đã đồng ý bồi thường 20 triệu đô-la cho các quỹ tương hỗ và nộp phạt 10 triệu đô-la cho Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch vì những vi phạm mà nó gây ra.

Massachusetts Financial Services, quỹ tương hỗ lâu đời nhất nước Mỹ, đã đồng ý bỏ ra 200 triệu đô-la tiền bồi thường. Alliance Capital đồng ý trả 250 triệu đô-la tiền phạt và cắt giảm lệ phí của nó đến 350 triệu đô-la trong một vài năm. Người sáng lập kiêm chủ sở hữu chính của Strong Funds tại Milwaukee phải từ chức vị trí quản lý, bán quyền sở hữu và trả tiền phạt đến hàng chục triệu. Morgan Stanley hối lộ các nhà môi giới để họ dành mối quan tâm đặc biệt cho quỹ tương hỗ mà nó sở hữu. Khách hàng của Morgan Stanley không hề hay biết về sự thiên vị trong lời khuyên của các nhà môi giới.

Sự gia tăng về số lượng lần phạm vi của hành vi gian lận lừa đảo thu hút rất nhiều nhà lý luận kinh tế học. Nhiều trò bịp bợm – nhất là những trò hạ cấp – bao gồm tài chính Ponzi, đã được Minsky định nghĩa như một mô

hình giao dịch tài chính mà trong đó, khoản tiền lãi phải thanh toán của một doanh nghiệp lớn hơn so với dòng tiền mặt đến từ các hoạt động kinh doanh của nó. Một nhà lý luận khác cho biết, nếu những người đi vay có khả năng định mức lãi suất trên khoản nợ cá nhân, họ sẽ tham gia hệ thống Ponzi và sử dụng số tiền thu được từ các khoản vay mới để lấp vào các khoản nợ cũ chưa thanh toán.

Phần lớn các thương nhân đều biết mình đang làm gì khi đi theo mô hình tài chính Ponzi. Họ hưởng thụ trong khoảng từ một vài tháng cho đến một vài năm, trước khi đến lượt các nhà chức trách phát hiện họ đang làm gì.

Parmalat (sự kết hợp của tên thành phố Parma với latte, hay sữa), công ty sản xuất bơ sữa và thực phẩm của Ý có trụ sở chính đóng tại Parma, đã sử dụng chứng từ ngụy tạo về các khoản tiền gửi để thổi phồng giá trị tài sản của nó lên 4 tỷ đô-la. Các đĩa CD gian lận được chuẩn bị trước bằng cách đặt chồng lên nhau trong một máy sao chép đĩa. Thủ đoạn lừa đảo công chúng và các ngân hàng đầu tư kể trên có vẻ như đã kéo dài trong hơn 10 năm.

HENRY BLODGETT,

MARY MEEKER VÀ JACK GRUBMAN

Trong một năm tốt lành cuối thập niên 1990, Henry Bodgett đã kiếm được 10 triệu đô-la, Mary Meeker kiếm được 15 triệu, còn Jack Grubman là 20 triệu. Henry, Mary, Jack là ông tổ của các công ty dot.com và viễn thông trong những năm bong bóng của thập niên 1990. Họ kiếm tiền như các siêu sao nhạc rock, thông qua các phiên giao dịch ngoài sổ sách. Mặc dù không thể tính toán chính xác khoản lợi nhuận mà Henry, Mary và Jack kiếm được cho những người bỏ tiền ra thuê họ, nhưng chắc hẳn là số tiền đó phải nhiều hơn gấp từ hai đến ba lần mức lương mà ba người này nhận được.

Henry Blodgett của Merrill Lynch đã trở nên nổi tiếng khi xác định mục tiêu giá đối với cổ phiếu của các công ty dot.com và một số mục tiêu này đã trở thành hiện thực. Trong thời đại hoàng kim của thị trường đầu cơ lên giá, khả năng tiên tri của Henry không có gì là quá khó giải thích. Henry

thu hút rất nhiều sự chú ý khi trong một số email nội bộ Merrill, ông ta đã cười nhạo sức hấp dẫn của chính các cổ phiếu mà mình đang tung hô trước công chúng Mỹ. Sau đó ông ta đã từ bỏ thị trường chứng khoán và không bao giờ trở lại.

Jack Grubman của Salomon Smith Barney, một thành viên của gia đình Citigroup, cũng trở nên nổi tiếng khi thay đổi lời khuyên mà ông ta đưa ra đối với cổ phiếu AT&T, sau một lời đề nghị lịch sự từ cấp trên, Sandy Weill. Điều kiện trao đổi ở đây là Jack muốn một sự trợ giúp nho nhỏ từ phía Sandy để hai cô con gái sinh đôi của Jack có thể được nhận vào lớp mẫu giáo YMHA ở Phố 92. Chính vào lúc Citigroup đóng góp 1 triệu đô-la cho trường mẫu giáo, Jack đã phải tạm biệt Salomon Smith Barney với một gói nghỉ việc 20 triệu đô-la. Tuy nhiên, con số này cũng chính là số tiền phạt mà Jack phải trả, đồng thời ông ta phải cam kết không làm việc trong ngành giao dịch chứng khoán nữa.

Các cửa hàng bán lẻ hơi lại có một dạng lừa đảo khác. Robert Brennan của First Jersey Securities là người môi giới uy tín của một cửa hàng lẻ hơi. Anh ta tỏ ra đặc biệt sành sỏi trong lĩnh vực chào hàng qua điện thoại. Anh ta quảng cáo với mọi người về một cổ phiếu nào đó, ví dụ như Shazam Rockets. Giá cổ phần của Shazam thường thấp, có lẽ từ 2-5 đô-la/cổ phần; ban đầu, nhiều cổ phần của Shazam thuộc quyền sở hữu của chính những người trong cuộc – chủ của cửa hàng lẻ hơi này. Các thành viên nội bộ tự giao dịch cổ phần với nhau và duy trì mức tăng giá cổ phiếu từ 2-3 đô-la/cổ phần. Và rồi họ bắt đầu chào hàng qua điện thoại, không quên nhấn mạnh vấn đề “cổ phiếu của chúng tôi đã lên giá 50% trong sáu tuần vừa qua”. Họ rút ra rằng những kẻ dễ bị lừa thường hăm hở thu mua các cổ phiếu đang lên giá nhanh. Họ cũng biết là các nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm thường có hứng thú đặc biệt với cổ phiếu giá rẻ.

Lừa đảo khác trộm cắp thông thường ở chỗ nó còn lạm dụng niềm tin. Daniel Defoe cho rằng một người kinh doanh chứng khoán có thể tệ hại hơn gấp 10 nghìn lần so với một tên cướp đường. Hắn ta cướp của những người quen biết – thường là bạn bè và người thân – mà không tỏ ra khiếm nhã.

Lừa đảo cần được phân biệt với đút lót, hối lộ, dù là từ quan chức chính phủ tới nhân viên công ty hay ngược lại. Những thủ đoạn phi pháp và/hoặc phi đạo đức này bao hàm việc hiểu sai và vi phạm những điều đã được công nhận hoặc ngầm hiểu giữa các nhóm nhất định. Liệu có phải Arthur Andersen đã bị mua chuộc bởi mức thù lao tư vấn trị giá 25 triệu đô-la mỗi năm từ phía Enron? Liệu Bernie Ebbers có bị Jack Grubman hối lộ khi Jack sắp xếp cho Bernie mua cổ phần của 20 hay 30 doanh nghiệp nào đó trong ngày mà các cổ phiếu này được bán lần đầu ra công chúng? Trong giai đoạn phồn thịnh của bong bóng kinh tế, không có gì lạ khi giá cổ phần nhân đôi ngay trong ngày giao dịch đầu tiên. Hay ngược lại, liệu có phải chính Bernie mới là người đe dọa Jack Grubman, rằng nếu không “đối xử đặc biệt” để ông ta có điều kiện mua các cổ phiếu mới phát hành này thì ông ta sẽ đem thương vụ ngoài sổ sách của WordCom cho Merrill Lynch hay Morgan Stanley? Các nguyên tắc của các sàn giao dịch chứng khoán và các giao dịch tương lai đều quy định thế nào là giao dịch đứng đắn, tức là làm cho công chúng tin rằng họ đang được đối xử công bằng. Kết quả là, trên thực tế chúng đã được thiết lập để bảo vệ cho thành viên của các sở giao dịch tránh khỏi những hậu quả không mấy dễ chịu nếu không may người ta nhận ra mặt trái của lĩnh vực này.

Hiệp hội các nhà môi giới chứng khoán Mỹ (National Association Of Securities Dealers - NASD) nghiêm khắc kỷ luật mọi hành vi vi phạm nguyên tắc. Trong những năm gần đây, hàng trăm thành viên của hiệp hội này đã bị kỷ luật.

Jacob van Klavaren đã thảo luận về tham nhũng trên phương diện lịch sử. Ông đặc biệt quan tâm đến vấn đề này dưới dạng một loại hình giao dịch thị trường có tính chất đơn giản hóa những thủ đoạn sinh lợi không được phép, như trong chợ đen, hay đơn giản chỉ là không trung thực, như khi Clive và Hastings bòn rút của chính phủ Ấn Độ. Van Klavaren cũng thảo luận về thủ đoạn tham ô có hệ thống ở Royal African Company hay East India Company – một số cổ đông đã hút lợi nhuận từ tay các cổ đông khác thông qua các hợp đồng với những công ty mà họ đang nắm quyền kiểm soát. Tương tự, năm 1873, ở Mỹ, Credit Mobilier đã chuyển lợi nhuận từ các cổ đông của Union Pacific đến tay một nhóm nội bộ thuộc quyền kiểm soát của Oakes Ames – một nghị sĩ quốc hội đến từ Massachusetts – và

những người bạn chính trị cũng như các đối tác làm ăn của ông này. Drew, Fisk và Gould đã bòn rút của Erie Railroad bằng thủ đoạn tương tự.

Các kiểu lừa đảo trong thị trường tài chính rất đa dạng. Giám đốc lừa đảo cổ đông. Ban quản trị cấp cao lừa đảo giám đốc. Nhà bảo hiểm chứng khoán lừa đảo cả chủ sở hữu chính công ty mà anh ta đang tung hô lẫn các cổ đông của nó. Người đi vay lừa đảo ngân hàng cho vay. Nhóm nhân viên này lừa đảo nhóm nhân viên khác. Lại có người phát hành chứng khoán giả mạo lừa đảo người mua. Cho đến khi thủ đoạn bịp bợm bị lật tẩy, những chủ sở hữu không may mắn này không hề biết rằng họ đang cầm trong tay chứng khoán giả tạo.

Trong xã hội hiện đại, ranh giới giữa hành vi có đạo đức và phi đạo đức rõ ràng hơn. Có một cách để người ta phân biệt giữa xã hội hiện đại với xã hội lạc hậu là sự phát triển của hệ thống đạo lý. Ban đầu, các luật lệ xác định thế nào là danh dự, thế nào là lòng tin chỉ tồn tại trong phạm vi gia đình. Trong hoàn cảnh lúc bấy giờ, việc ưu đãi họ hàng và người thân là đi đầu dễ hiểu. Một người lạ luôn có thể trộm cắp. Vào thời điểm năm 1720, một doanh nghiệp có thể bỏ tiền ra thuê dịch vụ của một người nhưng không thể mua được lòng trung thành của anh ta. Công việc thư ký thì chẳng khác nào một lời mời biển thủ, khi mà tham ô và tha hóa còn chưa được coi là phạm tội. Ranh giới giữa hoạt động kinh doanh và trộm cắp, giữa thương mại và cướp bóc không mấy rõ ràng. Theo Hammond, mãi đến năm 1799, việc một viên chức ngân hàng đi vay từ chính ngân hàng đó mới được chính thức công nhận là phi pháp. Tuy nhiên, trước đó, năm 1720, cuộc đi đầu tra của Hạ viện về Bong bóng South Sea đã kết án ban giám đốc công ty South Sea về tội lạm dụng lòng tin khi cho vay tiền công ty bằng chính cổ phiếu của nó. Họ đã phải bỏ tiền túi ra để bồi thường cho nhà đầu tư.

Khi đang viết lời tựa cho một cuốn tiểu sử được tiểu thuyết hóa về Ponzi, một ký giả tài chính đã vẽ một đường thẳng song song giữa thập niên 1920 và thập niên 1970. Ông nhận định lừa đảo là một sản phẩm của lạm phát, khi giá cả sinh hoạt lên cao, ngân sách gia đình trở nên eo hẹp, những người chủ gia đình bắt đầu chấp nhận mạo hiểm để cải thiện thu nhập. Theo một quan điểm khác, sự đầu cơ gây mất ổn định với phương châm

“không biết không có tội” là một dạng cờ bạc, nó đem lại cho những người tham gia cảm giác được lợi, ngay cả khi họ biết có thể sẽ thua – rất giống với cảm giác chơi xổ số.

Liệu lừa đảo tài chính có nên được xếp vào hạng “không biết không có tội”? Đó là một chủ đề đáng tranh cãi. Các tín đồ của chủ nghĩa hoài nghi có lẽ sẽ tán thành quan điểm của W. C. Fields: “Bạn không thể lừa một người đàn ông trung thực”, và đi đến kết luận rằng nạn nhân của các vụ lừa đảo tài chính chỉ có thể tự đổ lỗi cho chính mình. *Mundus vult decipi – ergo decipitur*: “thế giới muốn bị lừa dối, hãy để cho nó bị lừa dối”. Một vài chuyên gia tâm thần học tin rằng một kẻ lừa đảo và nạn nhân của hắn cùng bị ràng buộc trong một mối quan hệ cộng sinh, yêu-ghét, và nó đem lại sự thỏa mãn cho cả đôi bên.

Sự gian lận và trạng thái phờ phạc

Hành vi gian lận luôn gia tăng cùng các cơn bùng nổ kinh tế. Sự phồn vinh tạo ra của cải vật chất và người ta trở nên tham lam hơn. Ai cũng muốn một phần cho riêng mình. Đối với những tên lừa đảo, đây là cơ hội cần được tận dụng. Nếu như số lượng cửa xếp hàng chờ để được vật long gia tăng trong giai đoạn bùng nổ, thì nó cũng tương tự số người tự mời chào mình để làm vật thế mạng cho những tên lừa đảo tài chính. “Mỗi phút lại có thêm một kẻ khờ được sinh ra trên cõi đời.” Trong cuốn tiểu thuyết *Little Dorrit* (Dorrit bé nhỏ), khi nhân vật Arthur Clennam hy vọng việc phơi bày trò lừa đảo của Merdle ra ánh sáng sẽ là một lời cảnh báo cho những kẻ nhẹ dạ, Ferdinand Barnacle đã nói với Clennam: “Nếu có thêm một người đàn ông với đủ khả năng và có sở thích độc đáo như thế nữa, anh ta cũng sẽ thành công”.

Lòng tham đã xui khiến cả những kẻ nghiệp dư tham gia các trò gian lận, tham nhũng, biển thủ và các hình thức lạm dụng chức quyền khác. Tai họa đến với ngân hàng Overend, Gurney and Co. danh tiếng sau khi các đối tác ban đầu nghỉ hưu và ngân hàng được cổ phần hóa. Một người đam mê khoái lạc trong nội bộ công ty đã gây ra chuyện này. Người này chỉ định một người ngoài làm cố vấn với mức thù lao 5 nghìn đô-la một năm. D. W. Chapman nuôi mười con ngựa tại Prince's Gate, Hyde Park, nơi con người

hào hiệp này vui chơi giải trí vô độ. Cỗ văn bên ngoài của ông ta, Edward Watkins Edwards, cựu kế toán viên, dường như có rất nhiều ý tưởng cho kế sinh nhai của ngân hàng chiết khấu Overend: từ đầu cơ hạt ngũ cốc, sản xuất sắt đến đóng tàu, vận chuyển hàng hóa, tài chính đường sắt. Overend trở thành “đối tác trong mọi lĩnh vực kinh doanh, từ đầu tư dài hạn đến đầu cơ ngắn hạn”, và Edwards đầu nhận hoa hồng từ mỗi thương vụ như thế này. Cho đến cuối năm 1860, Overend đã lỗ đến 500 nghìn đô-la/năm, ngay cả khi nó đang thu về 200 nghìn đô-la/năm từ hoạt động kinh doanh chiết khấu vốn có. Bong bóng bị chọc thủng bởi sự sụp đổ của một hãng không liên quan trong ngành đầu tư đường sắt, đó là Watson, Overend and Company.

Trong thế giới tiểu thuyết, chẳng hạn như – như Melmoth réconcilié của Honoré de Balzac – chúng ta thấy hình ảnh của Chapman trong nhân vật Castanier, viên thủ quỹ ngân hàng. Bà chủ nhà của ông, Mme Aquilinia de la Garde, có sở thích đặc biệt đối với bạc, vải lanh, pha lê và thảm trải sàn. Những đam mê của người phụ nữ này đã xô đẩy Castanier vào con đường sai trái. Có một thời gian ông ta sống bằng việc phát hành lệnh phiếu. Cho đến một ngày, Castanier tính toán số nợ nần của mình và mọi chuyện trở nên bế tắc. Lẽ ra tình thế có thể được cứu vãn nếu ông chịu rời xa Mme de la Garde, nhưng ông ta đã không thể làm được điều đó. Cuối cùng, vì không thể tiếp tục thủ đoạn tài chính hiện tại, căn cứ vào số nợ nần ngày càng gia tăng cộng với số lãi lớn phải thanh toán, Castanier bị vỡ nợ là điều đã quá rõ ràng. Nhưng thay vì chịu vỡ nợ trong trung thực, Castanier đã lựa chọn hành vi gian lận tài chính khi nhúng tay vào ngân kéo để tiền của ngân hàng.

Lừa đảo gia tăng trong thời kỳ bùng nổ kinh tế là do lòng tham có vẻ như gia tăng nhanh hơn so với lượng của cải vật chất. Người ta cảm tưởng cứ như thể của cải vật chất gia tăng đã kéo theo lòng tham trở mạnh. Kozlowski là một trong những nhân vật giàu nhất nước Mỹ, vậy mà số tiền trả cho chiếc mền nhà tắm trị giá 6.000 đô-la và những đồ đạc xa hoa khác trong căn hộ của ông ta lại có nguồn gốc từ vốn liếng của Tyco – trong khi ban giám đốc hãng này không hề hay biết. Lừa đảo cũng gia tăng trong thời kỳ tài chính ảm đạm, hệ quả từ việc hệ thống tín dụng căng thẳng khiến tài sản mất giá. Lúc này, hành vi gian lận bị bỏm được sử dụng như

một phương tiện để tránh một tai họa tài chính có thể xảy ra. Ponzi đã phản đối lời khuyên từ đồng bọn rằng tốt hơn cả là ông ta nên cần tiền và chạy trốn, chúng cũng đã lần lượt lừa ông ta. Chủ ngân hàng Henry Fauntleroy ở London đã dùng giấy sang tên giả mạo của bất động sản để làm thế chấp cho vay. Đó đều là những tấm gương cho Augustus Melmotte, tên lừa đảo trong tác phẩm *The Way We Live Now* (Cung cách chúng ta sống hiện nay) của Trollope. Khi cổ phiếu đường sắt Mexico của Melmotte mất giá và không thể bán cổ phiếu để huy động tiền mặt nữa, anh ta đã làm giả cả giấy tờ sang tên lẫn kế ước. John Blunt của South Sea Company, Eugène Bontoux của Union Générale, Jacob Wasserman của Darmstädter und Nationalbank (Danatbank), hay ban giám đốc của Credit Anstalt, tất cả đều tự mua cổ phần của chính công ty họ trong thị trường mở với mục đích hỗ trợ giá cổ phiếu rồi sau đó bán ra với mức giá cao hơn. Một ngân hàng sẽ tự làm giảm tính thanh khoản khi tự mua cổ phần để duy trì mức giá cổ phiếu cao. Đó là vì tỷ lệ tiền mặt trong kho trên tổng giá trị tiền gửi đã bị suy giảm khi số tiền mặt được đem đi thu mua cổ phiếu. Năm 1720, Ngân hàng Anh đã đi vay bằng cách sử dụng cổ phiếu của chính nó làm thế chấp. Tuy nhiên, theo Clapham, Ngân hàng Anh đã không nhúng tay vào thủ đoạn tài chính liều mạng hơn nhiều và “bất lương tuyệt đối” như South Sea Company.

Mỗi hành vi tham nhũng hay lừa đảo bị phát hiện luôn khiến thị trường trở nên ảm đạm hơn, rồi lần lượt kết tủa thành vụ sụp đổ và khủng hoảng. Năm 1772, Alexander Fordyce dự định bỏ trốn khỏi London đến Bắc Mỹ, để lại cho các đồng sự một khoản nợ trị giá 550 nghìn đô-la, với sự tiếp nhận đáng ngờ từ phía Ngân hàng Ayr. Nhưng đây là trong trường hợp họ có thể bỏ trốn – nhưng họ đã không thể. Cá nhân Fordyce đã thiếu số cổ phiếu East India; giá của nó đủ cao để nhấn chìm ông ta. Ngày 24/8/1857, một thủ quỹ tại chi nhánh New York của Ohio Life Insurance and Trust Company đã bị phát hiện biến thủ gần như toàn bộ số tài sản của doanh nghiệp uy tín này nhằm duy trì hoạt động giao dịch trên thị trường chứng khoán. Sự kiện này kích hoạt một cơn phá sản hàng loạt ở Liverpool, London, Paris, Hamburg và Stockholm. Có thể coi đây là một phiên bản giữa thế kỷ XIX của vụ Nick Leeson.

Tháng 9/1929, đế chế Hatry tại London – một tập hợp các quỹ tiết kiệm đầu tư và doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực cung cấp các thiết bị nhiếp ảnh, máy ảnh, máy bán hàng tự động và hoạt động cho vay quy mô nhỏ – đã sụp đổ. Hatry từng mong muốn mở rộng sang cả ngành kinh doanh thép. Ông bị phát hiện sử dụng thế chấp giả khi vay 8 triệu bảng Anh để mua lại United Steel. Việc Hatry phá sản đã khiến thị trường tài chính Anh bị siết chặt, các khoản vay không kỳ hạn bị thu hồi trong thị trường New York và thị trường chứng khoán đạt đến đỉnh.

Bong bóng và sự lừa đảo

Một số bong bóng là lừa đảo, một số khác thì không. Bong bóng Mississippi không phải một dạng lừa đảo, trong khi Bong bóng South Sea thì ngược lại. Thông thường, mỗi bong bóng luôn bắt đầu với một mục đích chính đáng hay ít nhất là hợp pháp. Bong bóng Mississippi đã khởi nghiệp dưới cái tên Compagnie d'Occident. Hệ thống của John Law sau đó mở rộng sang cả ngành nông nghiệp được miễn thuế và một ngân hàng. John Law sở hữu khoảng 1/3 Place Vendôme và nhiều bất động sản giá trị khác ở Paris, chưa kể tới một loạt nhà đất nguy nga tráng lệ ở khu vực nông thôn. Những việc Law làm không phải là lừa đảo, nhưng thất bại tài chính của ông ta đã cho thấy hai ảo tưởng sai lầm: (1) cổ phiếu và trái phiếu đều là tiền và (2) phát hành thêm tiền khi mức cầu gia tăng không phải là một dạng lạm phát.

Trong Bong bóng South Sea, sự độc quyền giao dịch tại South Atlantic là hoàn toàn ngẫu nhiên. Rất nhanh, nợ nần hợp nhất của chính phủ Anh đã lấn át hoạt động giao dịch tại South Atlantic của South Sea, và hoạt động đầu cơ chứng khoán cũng không mất nhiều thời gian để áp đảo lại nợ nần chính phủ. John Blunt và những người trong cuộc dự định sinh lợi từ việc dùng cổ phiếu tự phát hành cho chính họ để làm thế chấp cho vay. Khi nhận ra doanh lợi từ việc gia tăng giá cổ phiếu, họ dùng số tiền thu được để thu mua bất động sản. Blunt đã có 6 hợp đồng mua bất động sản tại thời điểm xảy ra vụ sụp đổ, một người đàn ông tên là Surman sở hữu 4 hợp đồng mua bất động sản mà trong đó ông ta nợ đến 100 nghìn bảng. Để có tiền mặt trả lợi nhuận, South Sea Company không chỉ phải tích lũy thêm vốn tư bản mà còn cần cổ phiếu của nó lên giá liên tục. Và nó cần cả hai

với mức độ ngày càng gia tăng, như một hiệu ứng dây chuyền, hay như trong hệ thống Ponzi.

Ponzi đã hứa trả 40% lãi suất cho tiền gửi trong 45 ngày. Ponzi cho biết, mức lợi tức đặc biệt này xuất phát từ việc ông ta đã mua ngoại tệ ở mức giá trị thị trường thấp, rồi dùng chúng để mua phiếu lãi tại Liên minh Bưu chính Quốc tế (International Postal Union), sau đó quy đổi thành tem bưu chính Hoa Kỳ ở tỷ giá hối đoái chính thức, cuối cùng bán lại trên mệnh giá của chúng. Cũng có thể Ponzi đã có chút ít lợi nhuận từ kiểu kinh doanh dựa trên chênh lệch giá này, nhưng câu chuyện mà ông ta đã kể nên để bày trong tủ kính thì hơn – khi bị bắt vào tháng 8/1922, Ponzi đã thu về 7,9 triệu đô-la, trong khi tại các cơ sở, người ta chỉ tìm thấy lượng tem bưu chính và phiếu lãi tổng trị giá 61 đô-la.

Các vị tiền bối của Ponzi lại không được “lưu danh” như thế trong lịch sử. Cựu nữ diễn viên Spitzeder người Munich trả 20%/năm cho số tiền nhận được từ những người nông dân Bavaria. Cô ta nhận 3 triệu florin từ những người này. Spitzeder và đồng bọn nhận án tù dài hạn vào cuối năm 1872. Placht, một viên chức bị sa thải, hứa trả 40%/năm khi đi vay từng đồng của 1.600 quả phụ và trẻ mồ côi để có tiền chơi chứng khoán. Sau khi số cổ phiếu mà Placht thu mua không sinh lời, hắn ta đã phải ngồi tù 6 năm.

Khi các cơn bùng nổ kinh tế gia tăng, lòng tham cũng đẩy lên mạnh mẽ và mọi lời bào chữa trở nên yếu ớt hơn, tựa như các bong bóng mỏng manh dễ vỡ. Năm 1720 và 1847 (hai dịp được liệt trong danh sách) là thời điểm xảy ra những thủ đoạn lừa đảo tài chính như thế, mặc dù ít nhiều chúng đã bị tiêu diệt. Ví như vào năm 1720, có một lời đề nghị tiếp tục một thỏa thuận có lãi lớn và chi tiết sẽ chỉ được tiết lộ về sau. Kẻ lừa đảo đòi hai đồng ghinê trên một cổ phần và kiếm được 2 nghìn bảng. Hắn giữ toàn bộ số tiền cùng với bí mật này bằng cách bỏ cuộc họp đã hẹn với nhà đầu tư. Lại có một kiểu lừa đảo khác là “máy bán không khí”, nói nôm na là không bán gì cả. Nhưng vào cuối thập niên 1990, khi thị trường chứng khoán bùng nổ, một số doanh nghiệp đã có thể huy động vốn từ công chúng trong khi chưa có lấy một mô hình kinh doanh nào.

Một đề án với mức lãi hiện tại khiêm tốn cho thấy một ví dụ chưa thật sự chín chắn trong vấn đề giải phóng phụ nữ:

Nhiều quý bà và những người khác kiến nghị về việc làm vải hoa in và vải in hoa lốm đốm tại Anh, hay vải lanh loại xịn, với chất lượng tốt như bất kỳ vải lanh Hà Lan nào làm từ cây lanh ở Anh... Người ta coi chuyện này như việc một người đàn ông không chấp nhận bất cứ một người đàn ông nào khác, ngoại trừ bản thân anh ta, khi ký tên vào một hợp đồng chung vốn để duy trì phiên giao dịch nói trên.

Trong những giai đoạn sau, cả giới sử học lẫn giới nhà văn đều đồng tình rằng các hình thức quảng cáo cho cổ phiếu thường ít gắn liền với thực tế. “Các công ty kinh doanh được sáng lập mà không hề kinh doanh, nhiều hãng đường sắt thì không liên quan gì đến đường xá hay giao thông.” “Công ty xây dựng mọc lên như nấm. Nhiều trong số đó thích đầu cơ vào các khu đất mới hơn là xây dựng chúng.” “Cầu Limehouse and Rotherhithe... Mặc dù không thể nói rằng việc xây dựng cây cầu này là hoàn toàn không cần thiết, nhưng nếu một ủy ban của Hạ viện đứng ra và tuyên bố rằng cần xây dựng cây cầu, hẳn là họ đang tính toán khoản lợi nhuận khổng lồ khi bán ra.”

Tình cảnh khó khăn về tài chính kéo theo sự gian lận khi người ta cố dồn đẩy thiệt hại lên đầu người khác, để bản thân không tiếp tục lún sâu vào những tổn thất còn nặng nề hơn nhiều. Nếu không may thị trường đi theo một hướng khác hẳn, chủ của các cửa hàng lừa đảo sẽ bỏ trốn. Khi các đơn đặt hàng tìên mặt mới không thể thỏa mãn mức lợi nhuận phải trả cho những người nội bộ tham lam, Blunt đã đi vay tìên từ South Sea phục vụ cho mục đích cá nhân – cùng kịch bản với câu chuyện gia đình Riga và Adelpia. Năm 1861, Bleichröder mô tả Bethel Henry Strousberg là một người “thông minh nhưng cái cách mà ông ta tiến hành các vụ đầu cơ mới để vá vào những lỗ hổng trước kia là rất mạo hiểm; và nếu ông ta gặp phải một chướng ngại vật [đột ngột], toàn bộ hệ thống có thể sẽ sụp đổ cùng với hàng triệu cổ đông nhẹ dạ bị chôn vùi dưới tàn tích của nó”. Bleichröder đã đúng. Gustav Goddefroy - nhà tài phiệt người Đức, chủ ngân hàng ở Hamburg, sau khi hứng chịu tổn thất nặng nề với số cổ phần đường sắt và

khai thác mỏ trong năm 1873, đã bòn rút từ công ty mậu dịch hải ngoại của mình để giữ chân trong thị trường chứng khoán.

Sau mỗi lần thua cuộc, những người mắc chứng bệnh lạc quan nan y này thường có xu hướng đặt cược gấp đôi và nhân đôi rủi ro, cho đến khi cụ thể hóa thành các phiên giao dịch gần như vi phạm đạo đức hoặc thậm chí hoàn toàn phi pháp. Cuối thập niên 1920, khi các ngân hàng Mỹ vẫn còn quyên bao tiêu chứng khoán (trước Đạo luật Glass-Steagall năm 1932), Albert Wiggins của Chase Bank và Charles Mitchell của National City tiếp tục bán trái phiếu của Chi-lê và Pê-ru với giá cũ, ngay cả sau khi họ đã nhận được điện tín cho biết chính phủ các nước này đã ngừng trả lãi. Nếu như Sprague đã trích dẫn và dịch chính xác câu nói của Horace, có thể thấy Horace rất hiểu vấn đề “Hãy kiếm tiền; hãy kiếm nó một cách trung thực nếu có thể; dù thế nào chăng nữa, hãy kiếm tiền.” Jonathan Swift cũng nói một câu không kém phần cay độc khi nhắc đến Bong bóng South Sea:

Hãy kiếm tiền; vẫn là tiền

Tiết hạnh theo sau, nếu cần thiết.

Cùng chủ đề này, Balzac đã phát biểu: “Những thương nhân chân chính nhất sẽ nói với bạn, bằng một giọng điệu trung thực và thẳng thắn nhất có thể, một câu nói bao hàm sự phi đạo đức không thể kiềm chế được: “Hãy thoát khỏi một vụ tồi tệ ngay khi có thể”. ”

Quý tộc cũng đầu cơ

Trong văn chương đầy rẫy những con bạc và những kẻ tay trong thuộc tầng lớp quý tộc. Người ta vẫn nghĩ rằng đối với họ, mỗi ràng buộc và trách nhiệm tài chính đều là một món nợ danh dự. Nhưng những người này thường hứa hẹn hơn là trả tiền. Giới quý tộc Áo còn tệ hơn cả đám địa chủ quý tộc Đức – những người có vẻ bên ngoài coi thường tiền bạc. Eduard Lasker xác nhận “khi những tay tài tử vào cuộc chơi, họ làm cho mọi việc trở nên tồi tệ hơn cả những tên lừa đảo chuyên nghiệp”. Daigremont trong L’Argent (Tiền) của Zola đã gửi Saccard đến cho Marquis de Bohain để giúp khai trương Banque Universelle: “Nếu thắng, anh ta bỏ túi. Nếu thua,

anh ta không trả tiền. Ai cũng biết điều đó. Mọi người đều cam chịu.” Trong tiểu thuyết cũng như trong đời sống thực tế, giới quý tộc thường có hứng thú với những chiếc ghế trong ban giám đốc. Wirth đã liệt kê các hoàng tử Áo, lãnh chúa Đức, bá tước Pháp, các nam tước, Freiherren và các nhân vật quyền quý khác – những người đứng đầu trong nhiều hãng đường sắt, ngân hàng, công ty công nghiệp mà lại “không có khả năng cho các vị trí đó”. Tại Anh, tháng 10/1848, tạp chí The Economist (Nhà kinh tế học) đã xếp tầng lớp quý tộc và giới thượng lưu vào đầu một danh sách của sự ô danh:

Sự quy phục và thất vọng hiện nay không gì khác mà chính là sự trừng phạt cần thiết đối với sự điên rồ, tính tham lam, sự ngạo mạn không thể tha thứ, thói hấp tấp, trò cờ bạc và đầu cơ liều lĩnh, vô luân đã làm tha hóa tầng lớp quý tộc và giới thượng lưu, làm ô danh các thượng nghị sỹ và các thượng nghị viện, cũng như tất cả những người buôn bán khác.

Theo Rosenberg, trong khi giới quý tộc Áo và Pháp đã chỉ đạo các đảng cấp khác đi mua con bò vàng, giới quan chức Berlin lại thành công khi phản đối một sự kiện tương tự ở Phổ. Họ đã ngăn chặn việc chạy đua tranh giành ghế trong ban lãnh đạo một ngân hàng trị giá 50 triệu thale của Mevissen ngay từ trong trứng nước. Rosenberg thừa nhận giới địa chủ quý tộc Đức đã đầu cơ vào rượu và các sản phẩm nông nghiệp, nhưng họ không can thiệp tới sự phát triển của thành thị. Có lẽ điều này đúng với năm 1857. Trong thập niên tiếp theo, quan niệm cho rằng tiền là thứ xấu xa ít nhiều bị mai một. Ngành tài chính đường sắt, cả trong nội bộ nước Đức lẫn trong các thủ đoạn của Strousberg tại Romania, đánh nhiều tai tiếng đến nỗi có thể nói nó đã đạt đến mức cực điểm của giới quý tộc và rồi đi vào trong cả tòa án Phổ.

Báo chí bị mua chuộc

Đầu cơ thường được báo chí hậu thuẫn. Một số người trong ngành báo có mục đích kiếm tiền, một số thì hay chỉ trích, một số lại bao gồm cả hai. Daniel Defoe đã phê bình gay gắt các chuyên gia môi giới chứng khoán trong tháng 11/1719 khi cổ phiếu South Sea đang được bán ở mức 120, và cũng chính ông là người quay lại bảo vệ South Sea khi cổ phiếu của nó đạt

mức đỉnh 1.000 vào tháng 8/1720. Defoe thể hiện thái độ khinh thường những người cho rằng ông đã viết cho Royal African Company và lấy dẫn chứng từ việc ông đã bán cổ phiếu của công ty này. Tuy nhiên, một nhà phê bình hiện đại kết luận, hoặc Defoe đã tiếp tục giữ cổ phiếu, hoặc ông này đã được Royal African thuê để tấn công những người giao dịch độc lập có ảnh hưởng đến sự độc quyền của nó. Vào đầu thế kỷ XIX, báo chí vẫn còn là một ngành khá mới mẻ ở Pháp. Năm 1837, một ký giả viết: “Hãy đưa cho tôi 30 nghìn frăng tiền quảng cáo và tôi sẽ chịu trách nhiệm tung hô cho cổ phần của các công ty tệ hại nhất mà bạn có thể tưởng tượng.” Laffitte đã tài trợ cho nhiều tờ báo. Charles Savary của ngân hàng Banque de Lyon et de la Loire có tới 500 ký giả xướng ca về hoạt động của ông này, các bài báo này được trả tiền song cứ như thể chúng là do các ký giả tự nguyện viết ra. Báo giới thể hiện sự ưu tiên với ngành ngân hàng, thị trường chứng khoán hay công chúng bằng cách kích hoạt cơn sốt đầu cơ. Bleichröder tỏ ra thận trọng khi tránh xa hoạt động đầu cơ và dứt khoát với việc bóp méo sự thật, nhưng ông ta lại sở hữu nhiều tờ báo tài chính cùng nhiều tờ báo khác, đồng thời sử dụng các ký giả để thổi phồng lợi nhuận tài chính cho mình. Trong giai đoạn 1890-1891, ông ta tài trợ cho chuyến đi Mexico của một người tên là Paul Lindau – người này đã viết 34 bài báo và một cuốn sách về đất nước tươi đẹp này mà không hề nhắc đến mối quan hệ của mình với Bleichröder, trong khi ông ta đang bán trái phiếu Mexico trong thị trường Berlin. Vào thế kỷ XIX, ở lục địa châu Âu, một tờ báo phê bình phát triển tương đối chậm.

Mặt khác, vào thập niên 1890, tại Mỹ, một chuyên gia tài chính đã bị các ký giả công kích đến nỗi phải sống trong nỗi sợ hãi báo chí, ít nhất đó là suy luận từ cuốn tiểu sử được tiểu thuyết hóa về Charles Tyson Yerkes của Theodore Dreiser. Yerkes là ông trùm về xe điện, hoạt động giữa hợp pháp và bất hợp pháp. Yerkes cần một hoạt động quảng cáo có lợi để bán chứng khoán, đi đầu mà ông ta đã đạt được khi tặng trường Đại học Chicago một đài thiên văn. Món quà được quảng cáo rùm beng này giúp ông ta lấy lại uy tín và tạo điều kiện bán trái phiếu xe điện ở châu Âu. Tuy nhiên, về sau báo chí đã quật ông này ra khỏi Chicago.

Việc loan tin cho bạn bè trước khi rao bán một cổ phiếu trên các mục đầu tư có thể là một mảnh khoe cũ, nhưng ngày nay người ta dễ dàng phát hiện

ra nó hơn, cũng như tất cả các kiểu giao dịch cổ phần dựa trên thông tin nội bộ. Ngày nay, các phiên giao dịch đáng ngờ về một cổ phiếu hoặc về quyền chọn mua hay quyền chọn bán cổ phiếu có thể được phân tích bằng phần mềm máy tính trước khi chúng được loan tin và gây ảnh hưởng tới mức giá. Một người phụ trách mục đầu tư – R. Foster Winans của Wall Street Journal – đã bị bắt giữ khi loan tin trước cho một người bạn tên là Thayer; sau đó Thayer kể lại cho một người bạn khác về sự kiện sẽ xảy ra trong công ty mà người này đang làm giám đốc. (Bạn của Thayer đã dựa cơ dựa trên cơ sở thông tin; còn Winans thì lại tư bản hóa với kinh nghiệm viết lách: *Trading Secrets: Seduction and Scandal at the Wall Street Journal* (Những bí mật của giao dịch: Sức cám dỗ và tai tiếng ở Nhật báo Phố Wall)). Tương tự, một chuyên gia môi giới còn trẻ – Merrill Lynch, đến từ New London, Connecticut – đã mua thông tin từ các thợ in địa phương của tờ *Business Week* (Tuần Kinh doanh) trước khi tạp chí này xuất hiện trên các quầy báo. Một khi việc nắm các vụ trao đổi thông tin nội bộ trở nên dễ dàng hơn, một số kẻ vô lại với thông tin nóng hổi có thể gọi điện cho một nhà môi giới, chẳng hạn ở Zurich, thay vì nhà môi giới địa phương. Ngân hàng Zurich sẽ đặt một đơn đặt hàng khổng lồ đến London hay New York trước khi các công ty môi giới ở những nơi này đề phòng và trì hoãn việc thực thi trong vài ngày để kiểm tra khả năng đơn đặt hàng rất lớn và đáng ngờ này có đến từ tin tức bị rò rỉ hay không.

Gần đây, internet đã trở thành phương tiện chi phối giá cổ phiếu. Jonathan Lebeck, 17 tuổi, đăng tải “tin tức” về một số cổ phiếu ít được giao dịch (cũng chính là các cổ phiếu mà cậu ta đang sở hữu) trên các phòng chat internet. Cổ phiếu sẽ lên giá và Jonathan có thể bán số cổ phần của mình. Cuối cùng, Jonathan phải nộp cho Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán 500 nghìn đô-la tiền phạt.

MSNBC là kênh truyền hình chuyên về tin tức kinh doanh. Nhiều nhà bình luận trên các chương trình của kênh này đang sở hữu chính các cổ phiếu mà họ tung hô.

Enron cũng có một vài ủy ban gồm các cố vấn bên ngoài, bao gồm cả ký giả, và mỗi năm họ gặp nhau một hoặc hai lần để thảo luận về đường lối tiếp cận với các phương tiện đại chúng cho hãng. Mức tiền thù lao 50

ngàn đô-la một năm có vẻ như quá cao cho công việc tương đối đơn giản này.

Các hành vi đáng ngờ

Có rất nhiều dạng tội ác tài chính. Ngoài trộm cắp, xuyên tạc, lừa dối, các hành vi đáng ngờ khác gồm có: thay đổi đường lối sử dụng vốn, trả lợi tức cổ phần bằng vốn tư bản hoặc tiền đi vay, giao dịch cổ phiếu công ty dựa trên thông tin nội bộ, bán chứng khoán nhưng cố ý không cung cấp thông tin mới cập nhật, sử dụng tiền công ty một cách không có tính cạnh tranh trong việc thu mua hay cho vay cổ phần nội bộ công ty, nhận đơn đặt hàng nhưng không thực thi, sửa đổi sổ sách giấy tờ công ty.

George Hudson, có thể là nhân vật nổi tiếng nhất trong lịch sử ngành đường sắt Anh, đã thực hiện gần như tất cả các dạng tội ác tài chính trên tại cùng một thời điểm, khi xảy ra cơn điên loạn trong ngành đường sắt năm 1846. Đã có lúc ông ta là chủ tịch của bốn công ty đường sắt. Rất có thể điều đó đã khiến Hudson mù quáng tin rằng ông đứng trên luật pháp và luật lệ chỉ áp dụng được với các đối thủ cạnh tranh yếu kém hơn của ông ta mà thôi. Mớ tài khoản của ông ta lộn xộn đến nỗi cũng có thể là ông ta không hiểu được việc mình đã chiếm đoạt cổ phần và vốn liếng thuộc quyền sở hữu của công ty đường sắt York and North Midland. Với tư cách là cá nhân, ông ta ký hợp đồng với nhiều công ty khác nhau, nơi ông ta đảm nhận vị trí một viên chức và điều này đã vi phạm trực tiếp đạo luật về tính hợp nhất điều khoản các công ty (Companies Clauses Consolidation Act). Ông ta nâng mức lợi tức cổ phần của công ty đường sắt Eastern Counties từ 2-6% ngay trước khi chuẩn bị các báo cáo tài chính và sau đó lại sửa đổi các tài khoản liên quan để chứng thực cho các vụ chi trả. Lợi tức cổ phần của York and North Midland đang được trả bằng vốn tư bản. Ông ta cũng bào chữa cho hành vi của mình trước những lời buộc tội tương tự, như trong trường hợp của Yorkshire, Newcastle and Berwick – khi tuyên bố rằng ông ta đã bỏ tiền túi ra để cấp vốn cho công ty đường sắt, nhằm hy vọng mở rộng mạng lưới của nó. Rủi ro là điều ông ta phải gánh chịu, và nghiêm nhiên ông ta cũng phải có quyền hưởng thụ những gì mà sự mở rộng hệ thống đường sắt mang lại. Với chức quyền của mình, ông ta dấn thân vào các phiên giao dịch mà ông ta nghĩ rằng sẽ có lợi cho công ty, bất

chấp tính hợp pháp của chúng có rõ ràng hay không. Dù thế nào chăng nữa, Hudson đã có một sự nghiệp thành công rực rỡ và có đóng góp rất lớn trong hệ thống mạng lưới đường sắt nước Anh.

Một nhân vật không thú vị và cũng không gây ấn tượng mạnh mẽ bằng Hudson là Robert Schuyler. Trong thập niên 1850, ông ta là chủ tịch của New York and New Haven, New York and Harlem, và trong một thời gian bao gồm cả Illinois Central. Với biệt danh “kẻ lừa đảo quý phái”, năm 1854, ông ta đã chạy trốn đến châu Âu với gần 2 triệu đô-la tiền bán cổ phiếu của New York and New Haven một cách gian lận. Van Vleck cho rằng cuộc khủng hoảng năm 1857 ở Mỹ xuất phát từ việc người Anh đã ồ ạt rút vốn sau khi thông tin Schuyler tham ô được công bố rộng rãi. Schuyler từ chức chủ tịch của Illinois Central vào năm 1853, nhưng thủ đoạn mà ông ta áp dụng với New York and New Haven đã kéo theo một đợt bán ra các cổ phiếu và trái phiếu của Illinois Central trên quy mô lớn. Cổ phiếu mất giá trầm trọng và cho tới tháng 8/1855, trái phiếu xuống còn 62 điểm. Các nhà đầu tư Anh đã chờ đợi cơ hội này từ lâu và họ ồ ạt thu mua với số lượng lớn các trái phiếu này. Đến tháng 2/1856, giá trái phiếu đã trở lại ở mức 90 điểm. Các nhà đầu tư châu Âu sở hữu hơn 40 nghìn cổ phần và số trái phiếu trị giá 85% trong tổng số 12 triệu đô-la. Schuyler có liên quan đến một cơn hoảng loạn trong tháng 9/1854 nhưng không dính líu đến cơn hoảng loạn năm 1857.

Thập niên 1920 của Mỹ từng được gọi là “kỷ nguyên vĩ đại nhất của cơ sở tài chính cấp cao gian lận mà thế giới từng biết” – nhưng đó là trước thập niên 1990. Những tên lừa đảo khét tiếng của thời kỳ này bao gồm Harold Russell Snyder, kẻ đã trộm cắp để tránh những tổn thất từ vụ sụp đổ trong thị trường chứng khoán (bạc tiền bố của gia đình Riga, chỉ khác là với quy mô nhỏ hơn). Arthur H. Montgomery thì lại tâng bốc Ponzi bằng hình thức trung thực nhất có thể khi lập ra một hệ thống đầu tư tỷ giá hối đoái hứa hẹn mức lãi suất 400% trong 60 ngày. Charles V. Bob đã tạo dựng được một hình ảnh đầy thiện chí trước công chúng với món quà trị giá 100 nghìn đô-la cho cuộc viễn chinh Byrd, Nam Cực. Rất có thể đi đầu này đã giúp ông ta quảng cáo số cổ phiếu hàng không đang trong giai đoạn phồn vinh bột phát, sau chuyến bay của Lindbergh đến Paris năm 1927.

Thập niên 1930 cũng có rất nhiều trường hợp đáng nhớ về các hành vi gian lận hay được cho là gian lận, bắt nguồn từ các vụ phá sản của Ngân hàng Mỹ, Ivar Kreuger và công ty mẹ Middle West Utilities của Samuel Insull. Trong tài khoản đáng chú ý của ông ta trên thị trường chứng khoán New York, giai đoạn từ 1929-1933, Barrie Wigmore nhận thấy rằng uy tín của Insull đã bị hủy hoại đến mức không thể cải thiện được và ông đã bay khỏi Mỹ để trốn tòa, trước khi phải đối mặt với cái mà ông ta cho rằng sẽ là một bẫy thăm đoán hết sức kịch động. Trên thực tế, sau đó ông ta đã được xử trắng án. Wigmore khẳng định Insull là một nhà quản lý tài giỏi trong ngành phương tiện dịch vụ chung, nhưng lại có thói quen chèn chén say sưa và thích mua lại các công ty hoạt động tồi tệ hơn nhiều lần so với giá trị ròng của chúng. Các vụ thu mua của Insull đã chôn vùi công ty mẹ trong hàng núi nợ nần. Các khoản tiền lãi phải thanh toán trên các khoản nợ rút dần vốn cổ phần của những người sở hữu cổ phiếu thường, trong khi ngành này đang lâm vào khó khăn trong cơn suy thoái của thập niên 1930. Wigmore rất thận trọng khi đánh giá thói quen tiếp thị của các ngân hàng New York và các chi nhánh chứng khoán của chúng. Albert Wiggins của Chase Bank từng được biết đến như “người đàn ông nổi tiếng nhất Phố Wall”. Tuy nhiên, thanh danh của ông ta đã bị hủy hoại khi Thượng nghị viện đi điều tra ra rằng ông ta kinh doanh vụ lợi, bòn rút của chính ngân hàng, các công ty con và các khách hàng của mình. Charles E. Mitchell của National City Bank và chi nhánh chứng khoán của nó, National City Company, vẫn ra sức tiếp thị chứng khoán ngay cả sau khi đã nhận được thông tin nội bộ cho thấy lợi nhuận của các công ty liên quan đang sụt giảm nhanh chóng.

Thập niên 1920 và 1990

Trong thập niên 1980 và 1990, tham nhũng có vẻ như trầm trọng hơn nhiều so với thập niên 1920. Lý do thứ nhất là người ta không còn tôn trọng các giá trị đạo đức như xưa nữa. Thứ hai, tỷ lệ rủi ro trên lợi nhuận không còn cân xứng, các quyên chọn cổ phiếu đem lại nhiều lợi nhuận hơn bao giờ hết. Tài chính đang được dân chủ hóa. Thứ ba, sự nổi lên của các kiểm toán viên công có chứng chỉ (CPA) đã dẫn đến sự ra đời của Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán trong thập niên 1930, với nhiệm vụ lập pháp. Ban đầu, một hãng kiểm toán có vai trò bảo vệ công chúng trước những mảnh khoe

tài chính của các nhà quản lý doanh nghiệp – những người có xu hướng phóng đại giá trị của hàng tồn kho và khoản phải thu. Các hãng kiểm toán được trả tiền để kiểm tra, hay chứng thực, về dữ liệu thống kê mà các giám đốc tài chính doanh nghiệp đưa ra. Cũng có thể các kiểm toán viên là người giám hộ cho lợi ích chung của cộng đồng, nhưng các giám đốc tài chính lại là người trả tiền cho dịch vụ mà họ cung cấp. Một số doanh nghiệp trở nên hào phóng hơn mức bình thường và hãng kiểm toán có thể lựa chọn giữa việc đồng ý làm theo những gì mà doanh nghiệp yêu cầu, hoặc tránh xa bản báo cáo thống kê tình hình tài chính của nó.

Sức cám dỗ của các ngân hàng

Không có dữ liệu chắc chắn nào cho phép so sánh mức độ của các mảnh khoe tài chính và gian lận lừa đảo qua từng thế kỷ. Báo chí ngày càng phát triển và trở thành một thứ vũ khí có thể vạch trần mọi hoạt động đáng ngờ. Mặt trái của vấn đề có thể bị phơi bày, cơ hội thu được lượng của cải vật chất sẽ trở nên lớn hơn nhiều. The Bankers (Các chủ ngân hàng) của Martin Mayer không chỉ dừng lại ở việc ngăn chặn tham ô như cách mà James S. Gibbons đã làm năm 1859: “Có lẽ sẽ không thể tìm thấy một hồ sơ nào nói về một hành vi gian lận ngân hàng trong hôm nay, mà thủ phạm lại không trung thực trong hôm qua.” Gibbons nhấn mạnh: “Người đọc có thể thấy rằng có một tính chất rất đặc trưng chảy khắp trong toàn bộ hệ thống này, và đó là nỗi sợ hãi sự gian lận.”

Đến nay, những đi đầu mà Gibbons đã phát biểu năm 1859 vẫn đúng. Người ta có xu hướng tin rằng các ngân hàng và chủ ngân hàng là “chuẩn mực cho sự liêm chính”, nhưng có lẽ đi đầu đó chỉ đúng với một số cá nhân và tổ chức trong ngành này. Trong thập niên 1990, rất nhiều ngân hàng đã mở rộng hoạt động cho vay với LTCM. Tại thời điểm đó, người ta tin rằng tổ chức này là một trong những hình thức cải tiến nhất của “quỹ đầu cơ”. (Thuật ngữ “quỹ đầu cơ” gợi ấn tượng về một tổ chức thường sắp xếp danh mục đầu tư của nó nhằm hạn chế rủi ro, trong khi trên thực tế, các tổ chức thế này phụ thuộc rất nhiều vào vốn vay để gia tăng lợi tức cho các cổ đông và nhà đầu tư). LTCM sinh lợi một cách đáng kinh ngạc – ít nhất là cho đến khi nó sụp đổ. Các ngân hàng hăm hở cho LTCM vay với hy vọng phỏng theo các phiên giao dịch mà nó đã thực thi và từ đó sinh lợi.

Trong giai đoạn xuân-hè năm 1998, LTCM bắt đầu gặp phải rất nhiều khó khăn tài chính.

Sự lúng túng trong cách thức mà người ta phản ứng trước những phát sinh và các khoản tiền gửi không có người lãnh của Bankers Trust, trước thủ đoạn rửa tiền cho Nga của Ngân hàng New York đã cho thấy có lẽ những chuẩn mực ngày nay không quá cao so với quá khứ, như thập niên 1920.

Trong những năm phồn vinh nửa sau thập niên 1990, gần như tất cả mọi người đều đang trở nên giàu có. Các ngân hàng đầu tư lớn có thu nhập cao đến mức đáng kinh ngạc, xuất phát từ việc nhận bảo hiểm cho các cổ phiếu và trái phiếu mới phát hành, đặc biệt là các cổ phiếu và trái phiếu của các doanh nghiệp gắn liền với ngành công nghệ thông tin hay di truyền học. “Bức tường Trung Quốc” vốn ngăn cách hoạt động nghiệp vụ ngân hàng đầu tư của các doanh nghiệp với hoạt động quản lý tài sản của chúng vẫn được coi là còn tồn tại theo Đạo luật Glass-Steagall. Đạo luật này trở thành luật vào đầu thập niên 1930, mục đích là ngăn cách hoạt động nghiệp vụ ngân hàng thương mại truyền thống của các doanh nghiệp với hoạt động nghiệp vụ ngân hàng đầu tư của chúng. Nó được thông qua để đáp lại các vụ lạm dụng trong thập niên 1920. Các doanh nghiệp đầu “hứa hẹn” sẽ duy trì một bức tường Trung Quốc, cũng có nghĩa là tất cả những gì mà nhà phân tích chứng khoán của họ đang tuyên bố tuyệt đối không liên quan đến nhu cầu bán chứng khoán từ phía các chủ ngân hàng đầu tư của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, hãy nói về thể điểm của Merrill Lynch. Hãng đã mở rộng mạnh mẽ trong lĩnh vực môi giới tiền gửi cho các tổ chức tiết kiệm lừa đảo vào thập niên 1980. Henry Blodgett thúc ép việc công bố các thông tin mà ông ta biết là sai lệch. Merrill cũng giúp Enron ngụy tạo về thu nhập bằng cách trả giá cao hơn thị trường cho sà-lan của Enron tại Nigeria.

Và hãy nói về thể điểm của Citibank/Citigroup. Người ta đã lưu ý chuyện Jack Grubman thúc ép các doanh nghiệp viễn thông; Citibank/Citigroup phải trả một khoản bồi thường trị giá 150 triệu đô-la. Citibank bị yêu cầu ngừng các hoạt động ngân hàng tư của nó tại Tokyo do không giao dịch công bằng với khách hàng – nó liên tục mua các chứng khoán không thích

hợp và bỏ ngoài tai lời cảnh báo từ phía các nhà chức trách Nhật Bản yêu cầu chấm dứt hoạt động này. Một vài nhà quản lý cấp cao của Citibank “bị yêu cầu nghỉ việc” – dạng tu từ của lời mời đi nghỉ mát tại Park Avenue. Các nhà giao dịch của Citibank tại London bán ra rất nhiều trái phiếu chính phủ Đức trên thị trường khiến chúng bị trượt giá, sau đó họ tái thu mua các trái phiếu này với mức giá thấp hơn nhiều. Một vài nhà quản lý các quỹ tương hỗ của Citibank nhận được sự bớt giá từ doanh thu của ngân hàng hơn là từ các quỹ.

Kết cục của tội lỗi trong thập niên 1920 và 1990

Điều gì sẽ xảy ra khi một kẻ lừa đảo bị phát hiện? Đầu tháng 9/1720, Charles Blunt, anh trai của John Blunt, và bản thân anh ta – các cựu thành viên của South Sea Company, đã tự tử bằng cách cắt cổ họng “trong lúc quá bất mãn” theo như báo chí đương đại mô tả. Người ta cũng tìm thấy xác của Charles Bouchard – nhà quản lý đã về hưu của LeClerc, một ngân hàng nhỏ ở Geneva bị mất tiền trong nhiều vụ đầu tư bất động sản trái phép – tại Lac Léman vào tháng 5/1977. Một vụ tự tử rất rõ ràng. Giới tâm thần học cho rằng hành động tự tử trong các trường hợp này chính là hệ quả của việc đánh mất lòng tự trọng mà họ không thể vượt qua, xuất phát từ việc nhận thức rõ tính phi lý của các hành vi trong quá khứ. Hình ảnh nhiều nhà môi giới nhảy ra khỏi cửa sổ Phố Wall trong tháng 10/1929 khi đối diện với cơn vỡ nợ cho đến nay vẫn còn là một bí ẩn. Tự tử hàng loạt cũng là một phần trong truyền thuyết về cơn khủng hoảng kinh tế ở Áo năm 1873. Dù thế nào chăng nữa, phản ứng luôn xảy ra: “Tự tử [bằng cách uống thuốc độc ở Hampton Health] ở tuổi 42, John Sadleir, một trong những người vĩ đại nhất, nếu không muốn nói chính là người vĩ đại nhất, đồng thời là người thành công nhất trong lịch sử các phi vụ lừa đảo tài chính mà đất nước [Anh quốc] hay bất kỳ quốc gia nào từng sản sinh.” Denfert-Rocherau của năm 1888, và Ivar Kreuger, “ông vua ngành diêm” của thập niên 1920, đầu tự tử. Một vị lãnh đạo của Enron cũng hành động tương tự. Song trong thế giới tiểu thuyết, hành động tự tử là rất phổ biến. Ông Merdle đã cắt cổ họng tự tử ở nhà tắm công cộng với một con dao nhíp làm bằng mai rùa trong *Little Dorrit* của Dickens. Augustus Melmotte trong *The Way We Live Now* của Trollope đã uống axit xyanhydric tại câu lạc bộ của mình.

Chạy trốn cũng là một cách giải quyết, tuy có phần không tiêu cực bằng tự tử. Trường hợp điển hình là Robert Knight, người đã làm giả sổ sách của South Sea. Knight đã bay đến lục địa châu Âu và kiếm một số tiền khổng lồ nữa tại Paris sau khi vượt ngục ở Antwerp. Robert Vesco đã bay đến Costa Rica và sau đó là Cuba với đồng tiền biển thủ. Charles Savary, kẻ đã lừa đảo Banque de Lyon et de la Loire, chết tại Canada. Eugène Bontoux quay trở lại Pháp sau 5 năm “tự lưu đầy” để lợi dụng một lỗ hổng trong luật pháp nước này – án tù sẽ được bãi bỏ nếu nó không được thi hành trong vòng 5 năm tính từ lúc tuyên án. Arend Joseph cũng có câu chuyện tương tự trong khoảng một thế kỷ trước. Ông ta đã gánh chịu thất bại tài chính vào tháng 1/1763, bắt đầu từ một giai đoạn tài chính ảm đạm rồi lên đến đỉnh điểm thành vụ phá sản của anh em DeNeufville vào ngày 25/7, theo đó kích hoạt cơn hoảng loạn xảy ra trong năm này. Arend Joseph rời Amsterdam với 600 nghìn florin trên một chiếc xe sáu chỗ ngồi để đến thành phố tự do Kruilenburg của Hà Lan, nơi Joseph sẽ được miễn án. Ông ta để lại khoản nợ trị giá hàng triệu florin ở Amsterdam.

Cũng có thể làm một phép so sánh qua các chu kỳ, xét theo số lượng các cá nhân từng bị kết tội với số lượng thực tế từng ngồi tù. Hãy xem xét một vài giai đoạn cụ thể, từ thập niên 1920, 1980 và 1990. Trong thập niên 1920, hai người đã ngồi tù vì tội thúc ép thu mua chứng khoán trong thị trường hạ giá. Trong thập niên 1980, tám hay mười người tham gia giao dịch trái phiếu rủi ro cao, như Michael Milken, Ivan Boesky, Dennis Levine và Charles Keating, đã phải vào nhà đá vì nhiều tội danh, bao gồm giao dịch cổ phần trong nội bộ, “tạm đầu tư” chứng khoán và thông đồng gian lận. Trong số những người ngồi xà lim lâu nhất phải kể đến lãnh đạo của các tổ chức tiết kiệm đi thu mua trái phiếu rủi ro cao với số lượng lớn. Trong thập niên 1990, số người phải chịu án tù còn mở rộng hơn, trong đó có năm người từng nhận tiền từ Enron và hai người khác liên quan đến MCIWorldCom. Cho đến nay, hầu hết các viên chức Enron từng bị kết tội đầu đã vào tù, mặc dù một số lượng lớn vẫn chưa bị tuyên án. Có vẻ như sẽ có hơn 25 cá nhân nữa phải ngồi tù trước khi câu chuyện này khép lại. Một vài đối tượng liên quan đến HealthSouth cũng phải vào tù. Hai vị giám đốc gắn liền với vụ Rite-Aid cũng có kết cục tương tự. Hai thành viên của gia đình Riga đang bị xét xử. Sam Waksal và người bạn tốt của anh ta, Martha Stewart, cùng ngồi tù. Rất ít chủ ngân hàng Phố Wall phải vào nhà

giam. Tuy nhiên, Frank Quattrone, một trong những chủ ngân hàng đầu tư siêu sao cho Credit Swiss First Boston, đã bị tuyên án trong phiên xét xử thứ hai, với tội danh cản trở pháp luật khi hủy bỏ email. Có lẽ Quattrone sẽ phải ngồi tù trừ phi kháng án thành công. Một cổ đông của Arthur Andersen liên quan đến vụ Enron cũng phải ngồi tù.

Hàng trăm cổ đông cũng như cựu cổ đông của Andersen đã nộp phạt nặng khi Andersen bị buộc phải đóng cửa, giá trị của các đối tác cũng như cựu đối tác bị sụp đổ. (Hàng nghìn nhân viên của Enron cũng phải gánh chịu tình cảnh mất lương hưu cùng phần lớn quyền lợi tài chính mà Enron đã cung cấp, chưa kể đến chuyện họ sẽ bị mất việc khi Enron phá sản).

Gia đình Milken có lẽ đã có 2 tỷ đô-la trong ngân hàng khi Michael Milken ra tù. Trên thực tế, không thể tính toán cụ thể bao nhiêu phần trong số tiền khổng lồ này được sinh ra từ sự cải tiến kỹ thuật, và bao nhiêu phần có nguồn gốc từ hành vi phi pháp. Nhưng giả sử có thể đi đầu tra ra rằng một nửa số tiền này gắn liền với các phiên giao dịch phi pháp, hãy nghĩ đến phản ứng của Milken trước lời tuyên án: “Anh sẽ ở tù trong 1.000 ngày. Anh sẽ “tốt nghiệp” với 1 tỷ đô-la. Như vậy nghĩa là anh sẽ được trả 100.000 đô-la cho mỗi ngày trong tù.”

Hãy thảo luận về hình phạt thích đáng dành cho tội ác trí óc mà không thuộc chuyên môn của các nhà kinh tế học. Vào thời điểm xảy ra Bong bóng South Sea, Molesworth, một thành viên của Hạ viện, đã đề xuất Nghị viện nên công bố ban giám đốc của South Sea phạm tội phản quốc và áp dụng hình phạt từ thời Roma cổ đại đối với những vi phạm này – tức là cho kẻ phạm tội vào một cái bao cùng với một con khỉ và một con rắn, buộc chặt lại rồi chìm xuống nước cho chết đuối. Dreiser đã nêu lại đề xuất này trong *The Titan* (Kẻ khổng lồ): “Hình phạt gồm có: đầu tiên là siết chặt cổ, sau đó cho vào một cái bao và buộc lại, không có bầu bạn, cuối cùng ném xuống sông Bosphorus – một sự trừng phạt dành cho tội lừa dối bạn gái.” Trong tác phẩm *House of All Nations*, được viết sau đó một phần tư thế kỷ, một nhân vật đã đề xuất rằng các ông vua thời xưa thường trừng phạt người vợ ngoại tình bằng cách buộc người đàn bà này vào một cái bao với hai con mèo hoang và chìm cô ta xuống sông Bosphorus. Những hình phạt này có vẻ hơi quá nặng. Tuy nhiên, thông thường thì những kẻ phạm tội trí

óc vẫn bị xử quá nhẹ, và hầu hết đều giữ được phần lớn của cải mà chúng đã tích lũy một cách phi pháp. Tiền phạt dành cho các doanh nghiệp Phố Wall chẳng khác nào tiền thuế trên số tài sản của các cổ đông. Cũng không hẳn là một gánh nặng quá lớn đối với những kẻ bất lương, có chăng chỉ là khoản tiền chúng phải nộp với tư cách cổ đông.

Liệu những tên lừa đảo nên bị trừng phạt hay được sống xa hoa – đó sẽ là một chủ đề thích hợp dành cho các ban ngành quản lý doanh nghiệp, hay đạo đức kinh doanh, hơn là đối với lịch sử tài chính. Những gian lận, lừa đảo và biến thủ bị phát giác, những kẻ vi phạm lòng tin bị bắt giữ và trừng phạt – đó là những tín hiệu quan trọng cho thấy tình trạng phồn thịnh kinh tế đã đi quá mức, và một số hậu quả xã hội đáng lo ngại là đi kèm tất yếu.

Chương 10: CHÍNH SÁCH: KHÔNG CAN THIỆP VÀ CÁC CÔNG CỤ KHÁC

Nếu như đa số các cuộc khủng hoảng tài chính có chung một kiểu nhất định, liệu có nên đưa ra một chính sách chuẩn mực hay không? Giả sử chúng ta đang trong tình trạng dư thừa, đầu cơ, hoặc hoảng loạn; thì điều gì sẽ xảy ra? Liệu chính phủ có nên can thiệp và giải quyết khủng hoảng hay không, và nếu có, thì ở mức nào? Liệu họ có nên tìm cách không cho giá bất động sản và giá cổ phiếu tăng lên trong thời kỳ bong bóng, để làm giảm thiệt hại trong giai đoạn sụp đổ tiếp theo hay không? Liệu họ có nên chọc thủng bong bóng khi giá tài sản tăng quá cao đến nỗi mà giá cho thuê và doanh thu tăng không kịp “đáp ứng” mức giá cao ngất này? Khi giá tài sản bắt đầu đi xuống, liệu chính phủ có nên áp dụng bất cứ biện pháp nào để ngưng hạ giá và giảm thiểu hậu quả?

Hầu hết mọi quốc gia đều có một ngân hàng trung ương để ngăn chặn hoặc hạn chế tối đa sự thiếu hụt thanh khoản, đặc biệt là trong khủng hoảng tài chính. Nhiều quốc gia có một số loại hợp đồng bảo hiểm tiền gửi nhằm mục đích hạn chế khả năng rút tiền hàng loạt khỏi các ngân hàng trong nước, và để đề phòng rủi ro khan hiếm thanh khoản sẽ kích hoạt khủng hoảng tiền tệ. Ngay cả khi không có khoản bảo hiểm tiền gửi chính thức nào, công dân ở nhiều quốc gia tin rằng các chính phủ sẽ có trách nhiệm bảo đảm cho họ không phải hứng chịu tổn thất, nếu không may một ngân hàng phá sản.

Chương này và hai chương tiếp theo tập trung vào các biện pháp quản lý khủng hoảng tài chính. Trước hết, chúng ta cần nhắc quan điểm: phương thuốc tốt nhất cho những cơn hoảng loạn là “Không-can-thiệp” – hãy để tự nhiên, hãy cho phép nền kinh tế tự điều chỉnh chính nó, và hãy để sự suy giảm trong tài sản hộ gia đình kéo theo bất động sản, cổ phiếu, và hàng hóa đồng loạt mất giá.

Lý do thứ nhất để không-can-thiệp là: chính phủ càng can thiệp sâu vào khủng hoảng hiện tại thì tình trạng bong bóng sẽ càng trầm trọng hơn, bởi

lẽ nhiều người tham gia thị trường tin rằng chính phủ phải có trách nhiệm hạn chế những tổn thất có thể xảy ra đối với họ. Theo giới đầu tư, sự can thiệp này khiến cho tỷ lệ rủi ro trên lợi nhuận trở nên mất cân đối, khi nó làm giảm khả năng cũng như mức độ của tổn thất trong tương lai.

Các biện pháp chính sách khác nhau với mục đích hạn chế tối đa ảnh hưởng của sự trượt giá tài sản sẽ được cân nhắc, sau đó chúng ta phân tích các công cụ phòng ngừa cơn điên loạn bằng cách ngăn chặn hoảng loạn phát triển. Chương tiếp theo tập trung vào người cho vay cuối cùng trong nước, và chương sau nữa đề cập tới người cho vay cuối cùng trên phạm vi toàn thế giới.

Sự thờ ơ tích cực

Nhiều nhà kinh tế học có quan điểm cho rằng, mỗi cơn hoảng loạn đều có thể tự khắc phục, “cứ để lửa cháy, rồi nó cũng sẽ tự tắt”. “Ban quản lý Ngân hàng Anh thật giàu trí tưởng tượng khi họ nghĩ bản chất của mỗi cơn hoảng loạn là tự cạn kiệt.” Ngài Overstone giải thích, không nhất thiết phải hỗ trợ hệ thống tài chính trong khủng hoảng, bởi lẽ nguồn vốn của hệ thống lớn đến nỗi ngay cả trong thời kỳ khan hiếm nhất, bất cứ ai đưa ra lãi suất cao đều có thể đi vay rất nhiều tiền. Tại London, vào năm 1847, tỷ lệ chiết khấu tư nhân tăng lên 10-12% đã ngăn chặn dòng vàng chảy sang Hoa Kỳ : một thuyền tuấn tra đuổi theo con tàu đã nhổ neo đến Mỹ, quay đầu nó lại và dỡ lượng vàng trị giá 100.000 đô-la. Chứng thực trước vụ điếu tra ở Pháp năm 1865 về lưu thông tiền tệ, nam tước James de Rothschild cho biết, tăng lãi suất có thể làm giảm mức độ đầu cơ trên hàng hóa và chứng khoán. Ông nói thêm: “Một khi giới đầu cơ tìm thấy nguồn tín dụng vô hạn, không ai nói trước được sẽ có khủng hoảng loại gì xảy ra.”

Vấn đề rủi ro đạo đức ở đây là các biện pháp chính sách nhằm ổn định lại hệ thống tài chính sẽ khuyến khích nạn đầu cơ trong những người mong muốn mức lợi nhuận phi thường và những người tin chắc rằng các biện pháp mà chính phủ áp dụng có khả năng ngăn chặn nền kinh tế khỏi bùng nổ – do đó nếu thị trường đi xuống thì tổn thất của họ sẽ được hạn chế. “Một bữa trưa miễn phí” cho nhà đầu cơ trong hôm nay, và thế là anh ta sẽ ít thận trọng hơn trong tương lai. Điều đó cũng có nghĩa những cơn khủng

hoảng tài chính sắp tới sẽ còn trầm trọng hơn. Vấn đề rủi ro đạo đức trên là một lời bào chữa cho chủ nghĩa không-can-thiệp khi khủng hoảng tài chính lan rộng, để giảm khả năng và mức độ trầm trọng của khủng hoảng trong tương lai. Liệu những nhà hoạch định chính sách có thể nghĩ ra phương hướng để trừng phạt nhà đầu cơ cá nhân, trong khi vẫn hạn chế tối đa những ảnh hưởng xấu mà cách cư xử vô tâm của họ gây ra với 99% dân số còn lại của quốc gia hay không? Câu hỏi phí-tồn-trên-lợi-ích sẽ là: liệu lợi ích của nền kinh tế khi không cho phép cơn hoảng loạn kéo dài có đáng giá so với việc dành tặng giới đầu cơ những phần thưởng mà họ không đáng được hưởng hay không?

Quan điểm cho phép cơn hoảng loạn hoàn tất chu trình sống của nó dựa trên hai nguyên nhân. Nguyên nhân thứ nhất coi tai họa như một sự trừng phạt thích đáng dành cho các nhà đầu tư hay đầu cơ vì vượt quá giới hạn. Cái nhìn có phần khắt khe này coi lửa địa ngục là một phần thưởng tương xứng cho những kẻ có lòng tham vô độ. Nguyên nhân thứ hai nhìn nhận hoảng loạn như một cơn bão sét làm sạch “bầu không khí nhiệt đới bốc mùi, có hại cho sức khỏe”. “Nó sàng lọc các nguyên tố thương mại và tài chính, có xu hướng phục hồi sinh khí và sức khỏe, giống như giao dịch thường xuyên và có lợi, tiến bộ lành mạnh và thịnh vượng lâu dài.” Tổng thống thứ 31 của Mỹ, Herbert Hoover đã đưa ra một lời tuyên bố hùng hồn khi miêu tả quan điểm của Andrew Mellon:

Bộ trưởng Tài chính Mellon đứng đầu “nhóm theo chủ nghĩa không-can-thiệp” cảm thấy chính phủ không nên nhúng tay vào khủng hoảng mà hãy để nó tự thanh lý. Ông Mellon chỉ có một công thức duy nhất: “Thanh lý lao động, thanh lý cổ phiếu, thanh lý nông dân, thanh lý bất động sản.” Ông khẳng định cho rằng một khi con người thấm nhuần tư duy lạm phát, cách duy nhất để lấy nó ra khỏi máu của họ là để nó tự sụp đổ. Thậm chí ông này tin rằng hoảng loạn không hẳn là một điều tồi tệ. Ông nói: “Nó sẽ tẩy sạch sự thối nát ra khỏi hệ thống. Mức sống cao, đời sống cao sẽ đi xuống. Con người sẽ làm việc chăm chỉ hơn, sống một cuộc sống có đạo đức. Các giá trị sẽ được điều chỉnh, và những người dám nghĩ dám làm sẽ khôi phục đồng đồ nát từ tay những kẻ yếu kém hơn.”

Nhà lịch sử kinh tế học tân-Áo Murray Rothbard nhấn mạnh: “Nghe thì có vẻ khủng khiếp, nhưng đây chính là cách giải quyết đúng đắn và phù hợp mà chính quyền nên lựa chọn.” Nhà sử học bảo thủ Paul Johnson nhận xét: “Đó là lời khuyên thực tế duy nhất mà Hoover nhận được trong suốt thời kỳ càn quyn.”

Ngược lại, quan điểm chống đối cho rằng mong muốn thanh lọc hệ thống bong bóng và đầu tư điên cuồng sẽ kéo theo nguy cơ giảm phát lan tràn, cuốn phăng cả những khoản đầu-tư-lành-mạnh của những-người-không-đầu-cơ vì không có đủ số tín dụng cần thiết để tồn tại.

Một thuộc tính đặc trưng của nhiều cuộc khủng hoảng thanh khoản là lãi suất dường như luôn cao ngất trời, nhất là bởi vì chúng được tính bằng đơn vị phần trăm/năm, trong khi trên thực tế đó đơn giản chỉ là những khoản hoa hồng cho một, hai, hay cùng lắm là vài ngày. Câu hỏi quan trọng hơn, là liệu hệ thống có đủ tiền để cung ứng với mức lãi suất cao như thế này, hoặc, liệu chế độ phân phối phi-giá-cả có làm thị trường tín dụng tan biến hay không? Dẫn chứng thực tế từ một số cuộc khủng hoảng nhất định cho thấy đi vay trong hoảng loạn là một việc vô cùng khó khăn, và đôi khi là không thể, bởi lẽ mức lãi suất đưa ra sẽ chẳng có nghĩa lý gì khi mà tại bất cứ giá nào cũng chẳng ai có tiền để cho vay.

- Sau khi Arend Joseph rời đến DeNeufville phá sản năm 1763, hoảng loạn bùng lên vào ngày 22/7; một bản báo cáo súc tích, không quá giàu thông tin và sức thuyết phục, nhận xét: “Trong cơn hoảng loạn về chứng khoán hay hàng hóa, chẳng thấy tiền đâu cả.” Một tuyên bố năm 1825: “Công chúng chìm trong hoảng loạn, một cảnh tượng chưa từng thấy trước đây: ai ai cũng xin tiền – tiền – nhưng chẳng ai có tiền. Theo Times: “Không phải là vấn đề chứng khoán, mà vấn đề là không thể sản xuất tiền bằng bất cứ giá nào.”

- Tiểu ban Đặc biệt chất vấn Thomas Tooke về Khủng hoảng Thương mại năm 1847: Câu hỏi 5421: “Trong vài ngày, nếu không muốn nói là vài tuần, có phải Ngân hàng Anh là thể chế tài chính duy nhất thực hiện chiết khấu?” Trả lời: “Đúng.” Câu hỏi 5472: “Thống đốc Ngân hàng Anh nói ông ta không thể bán 1 triệu bảng [công trái Anh] trong tuần sau ngày

14/10, nếu không có thư. Ông nghĩ đi đâu này có thể xảy ra hay không?” Trả lời: “Không, hoàn toàn không thể xảy ra, và tôi nhấn mạnh từ không-thể-xảy-ra với ngoại lệ là một vụ trượt giá ngoài dự tính.”

- Bằng chứng của ông Glyn trong cuộc thẩm vấn này: Hỏi: “Ông có biết người môi giới của Ngân hàng cho rằng có thể bán một lượng rất lớn mà vẫn không gây ảnh hưởng đáng kể nào đến giá Công trái [trái phiếu vĩnh viễn Anh]?” Trả lời: “Tôi không hề hay biết rằng người môi giới Ngân hàng đã tuyên bố như vậy. Tôi nên nói, từ những gì tôi nhìn thấy vào lúc đó, việc bán ra một triệu hay hai triệu là không thể nếu không chấp nhận bán ở một mức giá rất thấp, và đi đâu này sẽ tạo nên một cơn hoảng loạn nữa.”

- Ông Browne, nghị sĩ, cho rằng những vụ bán ra như vậy không thể được thực hiện trừ phi sẵn sàng chịu thiệt hại, “nếu cơn hoảng loạn trầm trọng như chúng ta nghĩ, tôi nghi ngờ việc có thể bán loại Công trái này trong bất cứ trường hợp nào.”

- Sau đó vào năm 1857 “Tại một thời điểm trong giai đoạn khủng hoảng, việc thương lượng hối phiếu là không thể, chi phí thấp nhất cũng phải lên tới 12-15%.”

- Một bức thư từ Liverpool: “Hối phiếu Hạng Nhất, mà các ngân hàng sẵn lòng Bảo Lãnh, tuyệt đối không thể quy đổi thành Tiền Mặt, và Tiền Tin của tôi mách bảo rằng các Công Ty mà không những không có khả năng thanh toán mà còn không thể trả 40 xu và 60 xu trên một bảng Anh, cần phải dừng lại trước khi thư xác nhận được công bố.”

- Ở Hamburg, khái niệm độ tin cậy thương mại hoàn toàn không tồn tại. Chỉ có hối phiếu của ba hay bốn hãng hàng đầu là có thể thương lượng với mức lãi suất cao nhất... Một khoản tạm ứng bằng công trái trị giá 15 triệu mác mà các ngân hàng có thể thanh toán cũng không cứu vãn nổi tình thế. Cơn hoảng loạn lớn đến nỗi chính phủ không thể chiết khấu trái phiếu nhà nước, và không có một loại chứng khoán nào có thể tách rời một nhà tư bản khỏi tiền mặt của anh ta... Ngày 12/12, khi được biết sẽ có trợ giúp cho những ai cần, khủng hoảng mới nguôi dần. Những công trái mà trước đó

không thể chiết khấu ở mức 15% trong ngày đầu tiên của tháng đang được giữ ở mức 2-3%.

- Edward Clark, New York, viết cho Jay Cooke, Philadelphia, trước khi Cooke bỏ công ty của Clark để thành lập một công ty cho riêng mình: “Vấn đề không phải là tiền bạc đang eo hẹp, mà là không có lấy một đồng nào. Không có tiền, không có niềm tin, không có bất cứ thứ gì giá trị. Một tuần nữa kiểu này và Bks [nguyên văn] sẽ sụp đổ.”

- Năm 1866 “Tòa án Ngân hàng nâng mức chiết khấu lên đến 9% và tuyên bố cho vay trên chứng khoán chính phủ sẽ ở mức 10%. Trước thông báo này, việc bán Công trái hay hối phiếu Bộ tài chính là đi đâu không thể. Giới đầu cơ chứng khoán khác từ chối giao dịch.”

- Trong cơn khủng hoảng 1873 tại New York, “National Trust Company of New York có tám trăm nghìn đô-la chứng khoán chính phủ trong kho, nhưng không thể đi vay một đô-la nào từ chúng; nó đã phải tạm dừng hoạt động.”

- Và cuối cùng vào năm 1883 “Mức cầu về tiền ngày càng tăng rất cực cũng dẫn đến một cơn khan hiếm tiền. Khoản vay định kỳ không thể thu hồi, khoản vay không định kỳ là 72% trong tháng 6, 72% ngày 28/07, 51% ngày mùng 04/08. Trên thương phiếu hạng nhất, các con số 8-12% mang tính danh nghĩa được viết trong khi chỉ có một lượng tiền rất nhỏ để chi trả.

Các bằng chứng không rõ ràng, bởi lẽ việc bán công trái luôn kèm theo những lời ghi chú “với ngoại lệ là một sự trượt giá [nói cách khác, một sự gia tăng lãi suất] không thể dự tính”. Hơn nữa, cũng có thông tin, dù không thường xuyên, về mặt khác của hợp đồng. Đặc biệt là ở Mỹ, trong hệ thống ngân hàng quốc gia, không có một người cho vay cuối cùng. Năm 1884:

Tiền trở nên cực kỳ khan hiếm, và có những lúc lãi suất trong 24 giờ sử dụng lên tới 4%; chính đi đầu này càng làm cho những người giao dịch trở nên lúng túng. Cổ phiếu lại tiếp tục lỗ vì không mấy ai có khả năng chi trả mức lãi suất cao như vậy. Hiển nhiên chi phí cắt cổ này là hậu quả trực tiếp

thường thấy của việc mất lòng tin, bởi lẽ thực tế không có sự khan hiếm nào ở đây... Chính vì thế, lòng ham muốn tiền mặt là nguyên nhân làm trượt giá gần 7% công trái Hoa Kỳ vào thứ Năm và thứ Sáu. Không có sự suy giảm trong độ tin cậy trên những trái phiếu này, hay trái phiếu và cổ phiếu đường sắt.

Sự gia tăng kỳ lạ và mang tính tạm thời trong tỷ lệ lãi suất khiến cho dòng vốn nước ngoài chảy ào ạt vào thị trường. Một số là để thu mua cổ phiếu trên mức giá ảm đạm. Một số khác lớn hơn dùng vào việc cho vay trên các cổ phiếu và chứng khoán có triển vọng với lãi suất cao. Hệ quả là tỷ giá hối đoái mà từ trước đến giờ phụ thuộc nhiều vào Mỹ bị xoay chiều.

Bản báo cáo trên cũng không rõ ràng, bởi lẽ cơn hoảng loạn bắt đầu trước khi sự khan hiếm thanh khoản gia tăng.

Quỹ Tiền tệ Quốc tế đóng vai trò như là một người cho vay cuối cùng trong cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á năm 1997 – dù đó là rất lâu sau khi đồng tiền các nước này mất giá trầm trọng. Quỹ này khẳng định cho rằng chính phủ của từng quốc gia châu Á phải cân đối ngân sách, và rằng ngân hàng trung ương trong mỗi quốc gia phải đẩy cao lãi suất. Một số nhà kinh tế học phản đối những biện pháp trên vì chúng có tính giảm phát và sẽ kéo theo tỷ lệ thất nghiệp gia tăng, đặc biệt đối với những người nghèo, trong khi chỉ giải quyết được vấn đề tài chính cho các viên chức cấp cao và các ngân hàng.

Tuy nhiên, kinh nghiệm của Nhật Bản trong thập niên 1990 lại đưa ra những dẫn chứng ủng hộ quan điểm này. Sự kết hợp của chính sách tiền tệ mở rộng với việc đồng yên mất giá trên thị trường ngoại hối đã sản sinh ra “cái bẫy thanh khoản”. Cả lãi suất và lượng cho vay ngân hàng ở Nhật đều giảm sau sự sụt giá của cổ phiếu và bất động sản năm 1990, suy ra đã có một “sự thu hẹp tín dụng”. Ngân hàng miễn cưỡng khi cho vay vì tổn thất cho vay đang làm xói mòn vốn liếng của họ; các doanh nghiệp thì miễn cưỡng khi đi vay vì mức tăng trưởng nhọt nhẽo trong lượng cầu cho sản phẩm mà họ bán ra.

Lãi suất ngắn hạn tại Tokyo giảm xuống 1% hoặc thấp hơn đã làm dấy lên “giao dịch chênh lệch”. Các quỹ đầu cơ Hoa Kỳ đi vay đồng yên ở Tokyo, bán yên để mua đô-la trên thị trường ngoại hối và rồi đầu tư đô-la với lãi suất 3-4% tại New York. Các phiên giao-dịch-chênh-lệch khiến cho luồng tiền chảy mạnh hơn từ Tokyo đến New York và tỷ giá hối đoái của đồng yên suy giảm. Kết quả là thặng dư thương mại, sản lượng và việc làm ở Nhật đều tăng. Thặng dư thương mại tăng giúp thị trường tài chính thoát khỏi cái bẫy thanh khoản và là một sự bổ sung hữu hiệu cho chính sách tài khóa và tiền tệ của Nhật Bản. Các giao dịch dựa trên sự chênh lệch giữa hai đồng tiền sẽ còn sinh lời cho các quỹ đầu cơ Hoa Kỳ chừng nào giá đồng yên trên thị trường ngoại hối còn thấp và lãi suất các loại chứng khoán trên thị trường Hoa Kỳ cao hơn lãi suất phải trả khi đi vay đồng yên Nhật.

Chính sách thuyết phục bằng đạo đức và các biện pháp hô hào khác

Luận cứ cơ bản đối lập cho rằng hầu hết các cơn hoảng loạn đều bị can thiệp. Các nhà chức trách cảm thấy sức ép phải can thiệp. Hết cơn hoảng loạn này đến cơn hoảng loạn khác, sự sụp đổ này đến sự sụp đổ khác, cuộc khủng hoảng này tới cuộc khủng hoảng khác, các nhà chức trách hoặc một số “công dân có trách nhiệm” cố gắng ngăn chặn cơn hoảng loạn bằng cách này hay cách khác. Các nhà chức trách có thể không được cảnh báo đầy đủ và cơn hoảng loạn có thể tự tiêu biến mà không để lại hậu quả nghiêm trọng. Họ có thể ngớ ngẩn và không biết học hỏi. (Trường phái Chicago giả sử những người tham gia thị trường luôn thông minh hơn các nhà chức trách, chủ yếu là vì động cơ của các nhà lãnh đạo là những mục tiêu chính trị ngắn hạn.) Không thể kiểm tra sự phân bố trí thông minh không đồng đều này thông qua việc quản lý khủng hoảng, bởi lẽ cả các nhà chức trách và các nhân vật đứng đầu thị trường đều tán thành ngăn chặn sự lan tràn của việc giảm giá hàng loạt, phá sản, và đóng cửa ngân hàng. Nếu như thật sự có một quá trình học hỏi, hiển nhiên bài học hợp lý cần rút ra sẽ là: một người cho vay cuối cùng sẽ hữu dụng hơn và ít hao tổn hơn việc dựa dẫm hoàn toàn vào tính cạnh tranh của thị trường.

Lịch sử đưa ra nhiều dẫn chứng thực tế cho thấy các nhà chức trách ban đầu đã quyết tâm không can thiệp nhưng cuối cùng vẫn phải thực hiện bất

đắc dĩ. Tháng 12/1825 ngài Liverpool dọa sẽ từ chức Bộ trưởng Bộ tài chính nếu chính phủ cho phép phát hành hối phiếu Bộ tài chính để cứu vãn thị trường sau khi ông đã cảnh báo về tình trạng đầu cơ quá mức cách đó sáu tháng. William Lidderdale, Thống đốc Ngân hàng Anh tại thời điểm xảy ra khủng hoảng Baring, dứt khoát từ chối ký tên vào “thư bảo đảm bình thường” không cho phép Ngân hàng vượt quá mức cho vay tối đa. Trong cả hai trường hợp trên họ đều giữ được thể diện bằng cách tìm một số giải pháp khác đẩy lui cơn hoảng loạn. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, cách không-can-thiệp bị thay thế khi mức độ hoảng loạn tăng lên. Chúng bao gồm sự can thiệp của Frederick II trong cuộc khủng hoảng tại Berlin năm 1763, việc Ngân hàng Anh từ chối chiết khấu cho “các ngân hàng W”, và quyết định của Bộ tài chính Hoa Kỳ năm 1869.

Biện pháp lảng tránh và kỳ nghỉ ngân hàng

Trong một vụ rút tiền hàng loạt, tất cả người gửi tiền đổ xô tới ngân hàng trước khi nó bị buộc phải đóng cửa vì số tiền trong kho đang cạn kiệt. Ngân hàng thường tỏ ra miễn cưỡng khi trả tiền cho những người gửi tiền vì tiền mặt trong kho luôn ít hơn nhiều so với khoản nợ tiền gửi ngắn hạn. Trong cuộc Đại Suy thoái, các ngân hàng bỏ thời gian ra để trả cho những người gửi tiền với hy vọng, như Micawber chẳng hạn, là một đi đầu gì đó sẽ xoay chuyển tình thế. Kỹ thuật này đã có từ thế kỷ XVIII.

Trong cuốn *Theory and Practice of Banking* (Lý thuyết và thực hành nghiệp vụ ngân hàng), McLeod mô tả cách mà Ngân hàng Anh tự bảo vệ trước một vụ đổ xô rút tiền vào tháng 09/1720 khi nó không giữ lời hứa sẽ chấp nhận trái phiếu của Công ty South Sea ở mức giá 400 bảng. Ngân hàng bố trí người quen của họ lên phía trước hàng đợi và chậm rãi trả từng đồng sáu xu. Những người này mang tiền mặt về cho Ngân hàng thông qua một cánh cửa khác. Tiền được gửi, đếm, rồi một lần nữa được trả lại. Vụ rút tiền hàng loạt tạm ngưng cho đến ngày tổng lãnh thiên thần Michaelmas (ngày 29/09). Khi kỳ nghỉ trôi qua cũng là lúc vụ rút tiền dừng hẳn, và Ngân hàng vẫn mở cửa.

Câu chuyện thứ hai, rất có thể chung một nguồn gốc mà có vẻ chính xác hơn, kể về Ngân hàng Sword Blade, một tổ chức ủng hộ Công ty South

Sea, đã từ chối những cố gắng thanh toán hối phiếu bằng tiền bạc. Khi người ta bắt đầu rút tiền hàng loạt vào ngày 19/09, ngân hàng này dùng những cỗ xe chất đầy bạc và trả chậm rãi từng xu một. Một người gửi tiền được tường thuật là đã nhận 8.000 bảng trên từng đồng si-ling và đồng sáu xu trước khi ngân hàng đóng cửa vào thứ bảy, ngày 24/09. Cùng một kịch bản, hai ngày khác nhau. Mà Ngân hàng Sword Blade và Ngân hàng Anh là hai kẻ thù truyền kiếp nên khó có khả năng họ thông đồng với nhau.

Một phần tư thế kỷ sau, bài học năm 1720 vẫn chưa bị quên lãng ở Ngân hàng Anh. Kẻ giả mạo Trẻ tuổi (Charles Edward, cháu của James II) đặt chân đến Scotland tháng 7/1745, giăng biểu ngữ vào tháng 9, xâm lược Anh vào tháng 11, đến Carlisle ngày 15/11, và Derby ngày 04/12. Cơn hoảng loạn bùng phát vào Thứ Sáu đen tối, ngày 5/12/1745. Công trái Anh giảm xuống 45 điểm, mức thấp kỷ lục, kèm theo một cuộc đổ xô rút tiền trong Ngân hàng Anh. Ngân hàng “câu giờ” bằng cách trả hối phiếu bằng đồng sáu xu. Thời gian có được từ phương pháp câu giờ được sử dụng để lôi kéo các thương nhân London tuyên bố lòng trung thành của họ và thiện ý chấp nhận hối phiếu Ngân hàng Anh. Sắc lệnh thu thập lời cam kết về hối phiếu cũng được thực hiện trong các trường hợp tương tự khi người Pháp đặt chân đến Fishguard trong năm 1797. Khi đó, 1140 chữ ký của các thương nhân và các nhà đầu tư công trái được thu thập chỉ trong một ngày. Việc chi trả một cách chậm rãi và việc thỉnh cầu sự hỗ trợ đã cho phép chính phủ tổ chức quân đội và đánh bại Charles Edward Stuart tại Culloden vào tháng 04/1746.

Biện pháp đóng cửa hoàn toàn và kỳ nghỉ ngân hàng

Một biện pháp để ngăn chặn cơn hoảng loạn là chấm dứt mọi giao dịch bằng cách đóng cửa thị trường. Mọi giao dịch đồng loạt chấm dứt tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York năm 1873, ở London và trong nhiều thành phố khác khi chiến tranh bùng nổ năm 1914. Mục đích của việc làm này là cố gắng ngăn chặn một cuộc đổ xô rút tiền bằng cách cho những người tham gia thị trường có nhiều thời gian hơn để suy nghĩ kỹ liệu có nên bán ở mức giá rất thấp hiện nay không.

Tuy nhiên, đóng cửa thị trường cũng có thể khuyến khích giao dịch ngắn hạn và gia tăng mức độ căng thẳng của cơn hoảng loạn. Hơn nữa, các mục tiêu ngắn hạn và dài hạn sẽ bị mâu thuẫn. Đóng cửa thị trường chứng khoán trong cơn khủng hoảng hôm nay có thể khiến cơn tiếp theo trầm trọng hơn, do các nhà đầu tư sẽ bán cổ phiếu hoặc thu hồi vốn từ thị trường cho vay không kỳ hạn vì lo ngại một vụ chấm dứt giao dịch. Sở Giao dịch Chứng khoán New York đóng cửa trong khủng hoảng tháng 9/1873. Một biên tập viên tài chính cho rằng chính vì sợ hãi khả năng chấm dứt mọi giao dịch ở sở vào tháng 10/1929, nên các ngân hàng ngoại thành và các tổ chức tham gia thị trường khác mới đẩy mạnh thu hồi vốn từ thị trường cho vay không kỳ hạn. Hậu quả của việc các sở giao dịch chứng khoán địa phương đóng cửa tại Pittsburgh và New Orleans trong hai tháng vào năm 1873 ít nghiêm trọng hơn, bởi lẽ những người tham gia thị trường chỉ giao dịch chứng khoán của các doanh nghiệp địa phương đem lại khó khăn cho các sở này.

Sở Giao dịch Chứng khoán New York và các sở giao dịch chứng khoán khác tại Mỹ đóng cửa một tuần sau vụ đánh bom Trung Tâm Thương mại Quốc tế ngày 11/09/2001. Khi đó, toàn bộ hệ thống liên lạc và hỗ trợ kỹ thuật bị tê liệt. Nhiều chứng khoán có lẽ đã được giao dịch trên các sở giao dịch địa phương ở Mỹ, nhưng nếu thế thì các sở này có thể sẽ bị quá tải.

Ngày nghỉ pháp định là một cách khác để chính phủ công bố đóng cửa thị trường. Công cụ này được sử dụng trong cơn hoảng loạn năm 1907 ở Oklahoma, Nevada, Washington, Oregon, và California. Đầu tiên là các ngày nghỉ của ngân hàng trong phạm vi địa phương vào mùa thu năm 1932 và sau đó chúng phổ biến khắp cả nước vào ngày 03/03/1933, ngày nhậm chức tổng thống của Franklin D. Roosevelt. (Một ngày nghỉ ngân hàng đóng cửa toàn bộ ngành ngân hàng, trong khi một ngày nghỉ pháp định đóng cửa mọi ngành kinh doanh.)

Một biện pháp khác là không công bố báo cáo tài chính ra bên ngoài, như trong năm 1873, với hy vọng “cái mà bạn không biết sẽ không thể làm hại bạn”. Kỹ thuật này được thiết kế để che giấu những tổn thất nặng nề trong khoản dự trữ của một số ngân hàng. Người ta lo ngại rằng nếu công bố tin tức một cách chính xác, lòng tin của những người gửi tiền sẽ càng suy giảm.

Một số thị trường hàng hóa và tài chính đặt hạn mức cho lượng giá thay đổi mỗi ngày – khi đạt hạn mức, mọi giao dịch tạm ngưng cho đến hết ngày. Các chuyên gia cổ phiếu vẫn thường thực hiện “thời gian chờ” giữa lệnh mua và lệnh bán có một sự mất cân đối vô cùng lớn. “Khoảng tạm ngưng” này nên được sử dụng trên các thị trường chứng khoán Mỹ sau hiện tượng sập sàn vào Ngày thứ Hai đen tối, 19/10/1987. Người ta đề nghị Sở Giao dịch Chứng khoán New York trì hoãn giao dịch trong một khoảng thời gian đã định – ví dụ 20 phút – cho những cổ phiếu mà giá của chúng tăng vượt lên trên hoặc suy giảm dưới mức cho phép.

Thời gian cũng sẽ trôi ra nhờ lệnh trì hoãn trả nợ trên giấy ghi nợ hoặc các khoản bắt buộc phải trả, chẳng hạn như hối phiếu có hiệu lực dưới hai tuần. Trong trường hợp này, các thẩm tra viên ngân hàng sẽ lơ đi khoản cho vay quá hạn chưa trả trong hồ sơ của ngân hàng càng lâu càng tốt – một kiểu hoãn nợ ngầm để các khoản cho vay trên không ảnh hưởng đến giá trị thị trường của ngân hàng. Biện pháp khất nợ mang tính đi đầu tiết này được sử dụng trong vụ sụp đổ tiền tiết kiệm và cho vay tại Mỹ vào thập niên 1980. Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Thế giới cho phép những người nghèo ở châu Phi tiếp tục nợ nần, đồng thời gia tăng khoản lãi phải trả; nếu những thể chế này khai báo các khoản vỡ nợ, thì họ sẽ phải thừa nhận tổn thất cho vay. Các ngân hàng cho các Quỹ Tín thác Đầu tư Bất động sản, chủ sở hữu trung tâm mua sắm bị cầm cố, và những chiếc Boeing 747 cất trong kho vay để thu về lãi kép vì họ không muốn phải công khai tổn thất mà các khoản vay gây ra cho đến khi có trong tay nhiều vốn hơn. Thế nhưng theo quy định thì bất cứ người cho vay nào cũng cần lệnh hoãn nợ từ các thẩm tra viên ngân hàng.

Đôi khi hoãn nợ chính thức lại không hiệu quả bằng hoãn nợ ngầm. Sở Giao dịch Chứng khoán Vienna ra lệnh hoãn thanh toán chênh lệch giấy ghi nợ trong vòng một tuần, bắt đầu từ lúc thị trường chứng khoán sụp đổ vào ngày 15/05/1873. Ngân hàng Quốc gia Áo và các ngân hàng thương mại lớn đóng góp một khoản tiền bảo đảm tổng trị giá 20 triệu florin để thực hiện những biện pháp kể trên nhưng không phát huy nhiều tác dụng. Một lệnh hoãn khác được ban hành ở Paris sau Chế độ Quân chủ tháng 7, khi hội đồng thành phố ra sắc lệnh yêu cầu tất cả hóa đơn phải trả tại Paris trong giai đoạn từ 25/07 đến 15/08 sẽ được gia hạn thêm mười ngày. Lệnh

hoãn trên khiến các thương phiếu trong danh mục đầu tư của ngân hàng mất tác dụng và gây ra làn sóng đổ xô rút tiền từ các chủ nhân hối phiếu khi họ cần tiền mặt.

Kỳ phiếu thanh toán bù trừ

Trước khi Hệ thống Dự trữ Liên bang xuất hiện, công cụ chính mà Mỹ sử dụng để đối phó với những vụ rút tiền hàng loạt là kỳ phiếu thanh toán bù trừ, một dạng thay thế gần giống tiền mặt ghi nhận khoản nợ của một nhóm các ngân hàng địa phương lớn. Đối mặt với một vụ rút tiền hàng loạt, ngân hàng có thể trả cho người gửi tiền những kỳ phiếu trên thay vì tiền mặt. Phòng Thanh toán Bù trừ New York được thành lập vào năm 1853, Philadelphia năm 1858 sau cơn hoảng loạn năm 1857. Trong cơn hoảng loạn này, các ngân hàng New York đã thất bại trong việc hợp tác để ngăn chặn một vụ rút tiền hàng loạt. Cục Thương mại New York nhận định tình hình lúc bấy giờ, nếu có bốn hoặc năm trong các ngân hàng lớn nhất chịu trợ giúp Ohio Life and Trust Company thanh toán những khoản nợ bắt buộc phải trả, thì có lẽ hoạt động kinh doanh và tín dụng của Mỹ đã được bảo toàn. Cho đến năm 1873, các ngân hàng New York mới sẵn sàng chấp nhận séc bù trừ dưới hình thức kỳ phiếu thanh toán bù trừ thay vì tiền mặt. Những kỳ phiếu này phần nào giúp các ngân hàng giữ chân những người gửi tiền trước nguy cơ họ chuyển tiền gửi sang các đối thủ cạnh tranh. Sprague khẳng định rằng hệ thống này cần phải đi kèm với một thỏa thuận để góp vốn dự trữ ngân hàng. Nếu không thì, một ngân hàng không phải đối mặt với thất thoát ròng vẫn có thể bị buộc tạm ngừng thanh toán sau khi trả tiền mặt cho người gửi, vì không nhận được khoản tiền mặt từ các ngân hàng khác. Năm 1873, hình thành các khoản dự trữ ngân hàng nhờ hợp vốn.

Một hạn chế không thể bỏ qua của kỳ phiếu thanh toán bù trừ đó là chúng chỉ có hiệu lực trong phạm vi địa phương – New York, Philadelphia, Baltimore. Kết quả là, một mặt, chúng duy trì chi trả tiền lương và doanh thu bán lẻ đều đặn trong phạm vi một thành phố, nhưng mặt khác, lại ảnh hưởng đến khả năng chi trả giữa các thành phố với nhau. Trong cơn hoảng loạn năm 1907, 60 trong tổng số 160 phòng thanh toán bù trừ của Hoa Kỳ áp dụng kỳ phiếu thanh toán bù trừ để đơn giản hóa việc chi trả. Tuy nhiên,

Sprague cho rằng vấn đề phân bổ đồng tiền trong nước là không hề khả quan hơn so với trong quá khứ. Giá cả của các quỹ New York đặt tại Boston, Philadelphia, Chicago, St Louis, Cincinnati, Kansas City và New Orleans trong giai đoạn từ 26/10 đến 15/12/1907 dao động từ mức chiết khấu 1,25% tại Chicago vào ngày 2/11 đến mức hoa hồng 7% tại St Louis vào ngày 26/11, tăng 1,5% trong tuần trước. Tháng 12/1907 Jacob H. Schiff viết: “Bài học duy nhất chúng ta cần rút ra từ kinh nghiệm mới đây là việc phát hành kỳ phiếu thanh toán bù trừ trong các trụ sở ngân hàng khác nhau đã gây ra những thiệt hại đáng kể. Nó phá hủy hối đoái nội địa và làm tê liệt hoạt động kinh doanh trong nước trên quy mô lớn.”

Các công cụ khác có cùng chức năng bao gồm séc thanh toán bù trừ và séc bảo chi. Chúng đều có chức năng thay thế tiền mặt hỗ trợ chi trả, và ngày càng trở thành những phương tiện thanh toán phổ biến trong lưu thông.

Các nhóm phi ngân hàng cũng có thể thành lập để làm giảm mức độ của hoảng loạn. Ví dụ như, tập đoàn tài chính thị trường chứng khoán chẳng hạn. Ngày 24/10/1907, J.P Morgan đứng đầu một vụ chung vốn ngân hàng nhằm cho vay không kỳ hạn 25 triệu đô-la với lãi suất 10% trong nỗ lực ngăn chặn sự sụp đổ của thị trường chứng khoán. Hai mươi hai năm sau, vào Thứ Năm đen tối năm 1929, Richard Whitney đi từ quây này đến quây kia trên sàn của Sở Giao dịch Chứng khoán New York để đặt mua chứng khoán nhân danh một liên hiệp mà một lần nữa đứng đằng sau lại là J.P. Morgan and Company.

Sự cộng tác của ngân hàng

Các ngân hàng cũng có thể cộng tác thông qua ủy ban cứu trợ (như ở Vienna tháng 6/1873 hay trước đó), quỹ cho vay, quỹ bảo lãnh nợ, các ngân hàng và doanh nghiệp yếu kém sáp nhập, cùng nhiều công cụ khác mà qua đó các ngân hàng lớn sẽ hỗ trợ các ngân hàng nhỏ đang không có khả năng trả nợ. Ba ví dụ bao gồm vai trò của các ngân hàng Paris trong cuộc khủng hoảng năm 1828 ở Alsace, các công cụ khác nhau mà Hamburg áp dụng để giải quyết khó khăn năm 1857, và vụ bảo lãnh cho vay năm 1890 của Baring Brothers.

Cuộc khủng hoảng Alsace 1828

Ba doanh nghiệp dệt vải phá sản trong tháng 12/1827 ở Mulhouse. Các ngân hàng Paris sau đó từ chối chấp nhận bất cứ loại hối phiếu Alsace nào. Ngân hàng Pháp chỉ hỗ trợ với hạn mức 6 triệu frăng, một con số “chỉ vừa bằng giá trị của hai ngôi nhà ở Alsace”. Ngân hàng Pháp sau đó quyết định không chấp nhận bất cứ loại hối phiếu nào có chữ ký của Mulhouse hay Basel. Quyết định này đã thúc đẩy một cơn hoảng loạn. Trong ngày 19/01, thêm hai thương nhân Mulhouse phá sản. Vào ngày 22/01 ở Paris, người ta đồn đại về vụ phá sản của hai doanh nghiệp Schlumberger. Các ngân hàng Paris gửi Jacques Laffitte tới Mulhouse làm đặc phái viên. Ông đến nơi vào ngày 26/01 và cung cấp 1 triệu frăng tiền ủy thác. Tuy nhiên, trước khi ông đến, hai thương nhân dệt vải, Nicholas Koechlin và Jean Dollfuss, đã rời Mulhouse để đến Paris. Nhằm tăng vốn, các thương nhân bán hàng trong kho với mức chiết khấu 30-40% giá thị trường của những sản phẩm này. Chín công ty phá sản từ 26/01 đến 15/02. Lévy-Leboyer mô tả tình hình đã có thể tồi tệ hơn. Vào phút cuối, một liên hiệp gồm hai mươi sáu ngân hàng Paris do J.-C. Davillier lãnh đạo đã gia hạn tín dụng 5 triệu frăng cho Koechlin và Dollfuss. Họ quay trở lại Alsace vào ngày 03/02, phân phát 1 triệu frăng bảo lãnh cho các doanh nghiệp, và giữ lại 4 triệu. Những biện pháp này giúp phục hồi lòng tin. Các tổ chức không đủ tư cách nhận tiền từ quỹ Koechlin-Dollfuss hay Basel bị phá sản.

Cuộc khủng hoảng Hamburg 1857

Thương mại mở rộng trong bối cảnh của cuộc khủng hoảng năm 1857 tại Hamburg, Chiến tranh Crimea, đã kéo theo mở rộng tín dụng. Hamburg lúc bấy giờ là một thành phố “người-Anh” ở Đức, nhưng có quan hệ thương mại mật thiết với Hoa Kỳ và Scandinavia. Họ buôn bán các sản phẩm như đường, thuốc lá, bông. Khi cơn thủy triều giảm phát cuốn qua Đại Tây Dương, Hamburg bị ngập hoàn toàn. Cơn hoảng loạn bắt đầu bằng sự sụp đổ của Ohio Life vào ngày 24/08, ba tháng sau đến lượt Hamburg (tiếp tục chiết khấu 30%) với sự sụp đổ của Winterhoff và Piper, một doanh nghiệp tham gia giao dịch với Mỹ. Các mẫu tin hàng ngày của lãnh sự quán Anh tại Hamburg gửi đi phần nào cho chúng ta thấy câu chuyện:

21/11: Một số công ty thương mại hàng đầu và hai ngân hàng dự định cứu tế.

23/11: Hai công ty lớn tham gia giao dịch tại London phá sản. Hiệp hội Bảo lãnh Chiết khấu trở nên thận trọng hơn khi ký tên vào hối phiếu Hamburg. Một cơ quan của hiệp hội này cạn kiệt vốn trong ba ngày.

24/11: Một Hiệp hội Bảo lãnh Chiết khấu (Garantie-Diskontverein) được thành lập, vốn ban đầu là 10 triệu mác, sau đó tăng lên 13 triệu (tương đương khoảng 1 triệu bảng Anh), trong đó có 1 triệu mác được trả ngay.

28/11: Phòng thương mại cùng các thương nhân hàng đầu thuyết phục thượng nghị viện kêu gọi hạ nghị viện (Bürgerschaft) thu xếp phát hành trái phiếu chính phủ với mục đích cho vay từ 50 đến 66 giá trị của hàng hóa cầm cố, trái phiếu, và cổ phần cho các thương nhân đang trong giai đoạn hiểm nghèo.

01/12: Sự sụp đổ của Ullberg và Cremer kéo theo tình trạng kinh doanh của mười đến mười hai công ty thương mại của Thụy Điển đi xuống. Hiệp hội Bảo lãnh Chiết khấu sẽ không phát hành thêm phiếu bảo lãnh. Hoạt động kinh doanh đình trệ.

02/12: Đề xuất thay đổi luật phá sản sao cho các chủ nợ chia đều phần tài sản bị tịch thu.

07/12: Đưa ra đề nghị thiết lập một ngân hàng trung ương để thực hiện chiết khấu các hối phiếu tốt trị giá 30 triệu mác (tương đương 2,4 triệu bảng Anh). Ngân hàng sẽ ứng trước các hối phiếu chính phủ hưởng 6 % lãi suất hối phiếu thương mại. Hạ nghị viện bác bỏ; thay vào đó, họ muốn phát hành 30 triệu mác tiền pháp định bằng giấy. Thượng nghị viện không nhất trí, và khẳng khái bám vào chế độ bản vị bạc.

Cuối cùng, quỹ của Hiệp hội Cho vay Quốc gia (State Loan Institute) được thỏa hiệp sẽ là 15 triệu mác, bao gồm 5 triệu mác là công trái Hamburg và 10 triệu mác là bạc (đi vay nước ngoài). Câu chuyện về chiếc tàu chở bạc (Silberzug) sẽ được thuật lại trong chương 12 như ví dụ về một người cho vay cuối cùng quốc tế.

Một quan sát viên tính ra tổng số tiền sử dụng cho hoạt động cứu trợ lên đến 35 triệu mác, bao gồm 15 triệu mác của Hiệp hội Bảo lãnh Chiết khấu, 15 triệu mác của Hiệp hội Cho vay Quốc gia, và 5 triệu của Phòng thương mại. Anh ta so sánh số tiền này với 100 triệu mác, tổng giá trị các hối phiếu bị từ chối, và nhận thấy: nếu các thương nhân đầu cơ số vốn tương đương với 1/6 giá trị hàng hóa, thì chỉ cần giá những hàng hóa này giảm 17% thôi cũng đủ để cuốn phăng vốn liếng của họ. Quan sát viên này thuật lại tiên đoán của thượng nghị viện với vẻ đờng tỉnh: Các thương nhân đang vay nợ từ tương lai (tức là 300 năm sau). Theo ông, sự trợ giúp của chính phủ lúc này sẽ khuyến khích đầu cơ, duy trì mức giá thị trường cao hơn, và đem lại nhiều thiệt thòi cho người tiêu dùng.

Thư bảo lãnh nợ: khủng hoảng Baring

Thư bảo lãnh nợ nổi tiếng nhất được William Lidderdale, Thống đốc Ngân hàng Anh, sử dụng trong cuộc khủng hoảng Baring năm 1890. Các thư bảo lãnh tương tự cũng đã xuất hiện trước đó tại Anh. Vào tháng 12/1836 ngân hàng tư nhân Esdailes Grenfell Thomas & Company, hoạt động như các chi nhánh tại London của 72 ngân hàng địa phương, đã gặp phải nhiều khó khăn về tài chính. Lúc bấy giờ tồn tại một quan điểm cho rằng doanh nghiệp này “không thể phá sản” bởi vì nó có mối quan hệ chặt chẽ với các ngân hàng địa phương. Hơn nữa, hối phiếu của nó bao gồm tất cả những thương hiệu tốt nhất trong Thành phố. Tài sản của ngân hàng này lớn hơn nhiều so với nợ, và ngân hàng London đã cấp thư bảo lãnh nó. Ngân hàng Anh dẫn đầu danh sách với 150.000 bảng hỗ trợ Esdailes, nhưng nó chỉ sống sót trong hai năm.

Thư bảo lãnh dùng để thay thế cho thư bảo đảm bởi thường cho phép tạm ngưng thực hiện Đạo luật Ngân hàng năm 1844. Bức thư của Bộ trưởng Tài chính, Ngài Goschen, gửi đến cho Lidderdale đã bị từ chối khéo léo: “những lá thư kiểu này là nguyên nhân gây tổn hại cho hệ thống ngân hàng Anh”.

Lidderdale từ chối làm thị trường lắng xuống thông qua các phương tiện thông thường mà người ta vẫn áp dụng trong các năm 1847, 1857 và 1866, nhưng ông cũng không muốn để cho thị trường tự hành xử. Tháng 8/1890

ông cảnh báo Baring Brothers phải giảm sự chấp thuận đối với chi nhánh Argentina, S.B. Hales. Thứ bảy, ngày 8/11, Baring Brothers trình bày khó khăn tài chính với Lidderdale. Lo sợ một cơn hoảng loạn khi tình hình của Baring được công bố, Ngân hàng Anh tổ chức một cuộc họp với Bộ Tài chính vào thứ Hai ngày 10/11. Cuộc họp đi đến quyết định sẽ bác bỏ thư bảo đảm bình thường, chuẩn bị đối mặt với nguy cơ bằng cách tìm kiếm nguồn trợ giúp từ các nước khác (một chủ đề trong chương 12), và thành lập một ủy ban do Ngài Rothschild đứng đầu nhằm tìm kiếm câu trả lời cho tình trạng trôi nổi chứng khoán Argentina trên thị trường.

Một thời gian sau, tin đồn lan truyền và hối phiếu Barings bị chiết khấu nhanh chóng tại Ngân hàng Anh. Cho đến thứ tư Lidderdale nhận thấy rằng mặc dù Baring có khả năng thanh toán, nó vẫn cần từ 8 đến 9 triệu bảng Anh. Thứ sáu, John Daniell, người đứng đầu Mullens & Co., hãng được Ngân hàng Anh sử dụng trong các hoạt động thị trường mở, đến gặp Lidderdale, kêu lên: “Chẳng nhẽ ông không thể làm gì, hoặc nói gì, để làm mọi người an tâm: họ cho rằng có một đi đầu gì đó kinh khủng đang xảy ra, và người ta đang nói về những thương hiệu nổi tiếng – thực chất là thương hiệu nổi tiếng nhất!”

Ngày 14/11, Lidderdale gặp gỡ hai bộ trưởng nội các, Ngài Smith và Ngài Salisbury. Họ bày tỏ thái độ đồng tình về việc chính phủ cần tăng số dư tài khoản cho Ngân hàng ngay lập tức, và chính phủ cần chia sẻ với Ngân hàng bất cứ tổn thất nào nó phải chịu do chiết khấu hối phiếu của Baring Brothers, từ 2 giờ chiều thứ Sáu đến 2 giờ chiều thứ Bảy. Trên cơ sở thỏa thuận này, Lidderdale gặp gỡ 11 ngân hàng tư nhân, thuyết phục họ đóng góp vào một quỹ để bảo lãnh cho các khoản nợ của Barings. Ông cũng thuyết phục được Ngân hàng Nga đồng ý không rút khoản tiền trị giá 2,4 triệu bảng Anh gửi ở Baring. Các ngân hàng tư nhân đóng góp tổng cộng 3.250.000 bảng, nhưng trong đó bao gồm 1 triệu bảng từ Ngân hàng Anh và 500.000 bảng từ ba ngân hàng: Glyn Mills & Co., Currie & Co., và Rothschild. Qua những cam kết trên, Lidderdale thu được sự đồng thuận của năm ngân hàng cổ phần London trong việc tham gia vào quỹ bảo lãnh cho một khoản 3.250.000 bảng khác. Ngày 15/11 tờ Times công bố, dựa trên cơ sở của quỹ bảo lãnh, Baring Brothers sẽ phá sản mà không phải chịu bất cứ tổn thất nào. Hoạt động của quỹ tiếp tục vào thứ Bảy vì các

giám đốc ngân hàng cổ phần cần phải họp lại để phê chuẩn khoản tiền đóng góp. Cuộc họp kết thúc vào 11 giờ sáng. Sau đó một số ngân hàng và thể chế tài chính khác bổ sung vào quỹ 7,5 triệu vào buổi sáng, và con số này lên đến 10 triệu vào 4 giờ chiều. Cuối cùng thì quỹ bảo lãnh đạt đến con số 17 triệu bảng Anh. Điều này cho thấy hệ thống tài chính London mạnh đến thế nào. Ngân hàng Martin phải đối mặt với một số khó khăn với những khoản cho Barings và Murriettas vay, một ngân hàng khác gặp rắc rối với chi nhánh Argentina. Ngày 18/11 (thứ Ba), Ngân hàng Martin đóng góp vào quỹ 100.000 bảng, quá muộn để giúp Barings, nhưng đủ sớm để chứng tỏ vị thế của nó trước toàn thế giới. Powell tóm tắt: “Ngân hàng (Anh) không phải là một chiến binh đơn độc chỉ có thể chiến đấu hoặc rút lui, mà nó là tổ chức lãnh đạo có quyền lực tài chính lớn nhất mà thế giới chứng kiến từ trước đến nay.”

Ngày 25/11, một doanh nghiệp mới, công ty TNHH Baring Brothers & Co., được thành lập, dưới hình thức một công ty cổ phần với số vốn 1 triệu bảng. Hình thức bảo lãnh có thể thu hút sự chú ý.

Quỹ Bảo lãnh

Ngân hàng Anh, Tháng 11 /1890

Căn cứ vào khoản tiền mà Ngân hàng Anh đồng ý ứng trước cho hãng Baring Brothers & Co., cho phép họ thanh toán đúng hạn các khoản nợ còn tiền đọng vào đêm ngày 15/11/1890, hoặc phát sinh từ hoạt động kinh doanh trong hoặc trước ngày 15/11/1890.

Chúng tôi, những người ký tên dưới đây, theo đó đồng ý, mỗi cá nhân, doanh nghiệp, hoặc công ty, đại diện cho cá nhân hay cho tổ chức, sẽ hỗ trợ Ngân hàng Anh khoản tiền ứng với tên của mỗi cá nhân hay tổ chức, để tránh được bất cứ tổn thất nào có thể xảy ra khi Ngân hàng Anh quyết định rằng đợt thanh toán cuối cùng các khoản nợ của hãng Baring Brothers & Co., đã được hoàn thành một cách đúng đắn theo quan điểm của các Thống đốc.

Tất cả những người bảo lãnh sẽ đóng góp theo tỷ lệ, và không một cá nhân, doanh nghiệp hay công ty nào, bị đề nghị đóng góp trong khi một yêu cầu

tương tự không được gửi đến những cá nhân và tổ chức còn lại.

Kỳ hạn tối đa diễn ra quá trình thanh toán có thể kéo dài trong ba năm, tính từ ngày 15/11/1890.

Trường hợp quỹ đầu cơ Ban Quản lý Vốn dài hạn – Long Term Capital Management (LTCM) được giải cứu vào tháng 09/1998 hoàn toàn tương phản với Barings. William McDonough, chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang tại New York, thuyết phục 14 ngân hàng lớn và các ngân hàng đầu tư nổi tiếng bao gồm Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, J.P. Morgan, Chase Manhattan, Ngân hàng Liên hiệp Thụy Sĩ cung cấp 3,6 tỷ đô-la để ngăn chặn sự sụp đổ của LTCM. Đổi lại họ thu về 90% vốn cổ phần trong LTCM. Các ngân hàng này vốn là chủ nợ lớn của LTCM, do đó, “khoản trợ giúp tài chính” làm thay đổi trong tư cách pháp nhân của họ đối với LTCM. Ngân hàng Dự trữ Liên bang lo ngại rằng nếu LTCM phá sản, thị trường sẽ bị tê liệt trước đòi hỏi phải tháo gỡ vị thế khổng lồ của nó trong giao dịch kỳ hạn, hợp đồng quyền chọn và các loại phái sinh khác.

Bảo hiểm tiền gửi

Từ năm 1934, bảo hiểm tiền gửi liên bang tại Mỹ đã ngăn chặn các cuộc đổ xô rút tiền ngân hàng bằng cách cung cấp bảo hiểm tiền gửi dự kiến. Ban đầu, bảo hiểm tiền gửi bị hạn chế ở mức 10.000 đô-la, nhưng sau đó tăng dần lên đến 100.000 đô-la. Một viên chức nhà nước cho biết, sự gia tăng này đạt được từ một vụ thỏa hiệp: Hạ viện Quốc hội Hoa Kỳ kiến nghị nâng bảo hiểm tiền gửi từ 40.000 đô-la lên 50.000 đô-la; Thượng nghị viện Hoa Kỳ cũng đề xuất nâng bảo hiểm tiền gửi từ 40.000 đô-la lên 60.000 đô-la. Khi các ngân hàng lớn, bao gồm Continental Illinois Bank năm 1984 và First Republic of Dallas năm 1988, gặp khó khăn, Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) cố ý lơ đi mọi hạn mức đặt ra nhằm ngăn chặn nguy cơ của một vụ rút tiền hàng loạt. Phản ứng của FDIC chứng minh một lập trường: các ngân hàng với những khoản tiền gửi trên 100.000 đô-la là “quá lớn để phá sản” (mặc dù các cổ đông vẫn phải chịu mất toàn bộ tiền đầu tư vào cổ phần ngân hàng và chủ sở hữu các khoản nợ thứ cấp vẫn phải chịu tổn thất). Tại chi nhánh nước ngoài của những ngân hàng này, toàn bộ tiền gửi được bảo hiểm, mặc dù họ chỉ trả hoa hồng cho tiền

gửi trong nước. Ban đầu thì bảo hiểm tiền gửi được thiết kế nhằm ngăn chặn nguy cơ rút tiền đối với những khoản tiền gửi giá trị thấp – thường là dưới 10.000 đô-la – thế nhưng khi đi vào thực tế, hạn mức tối đa được đẩy lên cao ngất trời.

Việc tổng giá trị tiền gửi có thể được bảo hiểm bị giới hạn ở mức 100.000 đô-la đã kéo theo sự gia tăng của các nhà “môi giới tiền gửi”, người sẽ thu xếp gửi một lượng tiền lớn thành từng ngân 100.000 đô-la hoặc thấp hơn. Giả sử John Doe có một khoản tiền gửi được bảo hiểm 100.000 đô-la, Mary – vợ của John – cũng có một khoản tiền gửi được bảo hiểm 100.000 đô-la, cả John và Mary có chung một khoản tiền gửi thứ ba trị giá 100.000 đô-la. Vợ chồng nhà Doe có thể làm đi đâu tương tự tại các ngân hàng khác. Thủ thuật này giúp các cá nhân giàu có bảo lãnh những khoản tiền lớn và qua đó phá vỡ mục đích ban đầu của hạn mức tối đa. Hơn nữa, nó khuyến khích các ngân hàng cho vay lãi suất cao hơn vì họ có thể yên tâm rằng sẽ không có một vụ rút tiền hàng loạt xảy ra. Nếu không gặp phải rủi ro, những khoản cho vay lãi suất cao sẽ sinh lời; kể cả khi chúng mất khả năng chi trả, họ cũng không cần lo ngại về một vụ rút tiền (mặc dù giá trị trường của cổ phần ngân hàng sẽ suy giảm hoặc thậm chí trở nên vô giá trị).

Khi bong bóng bùng nổ ở Nhật vào thập niên 1990, giá trị của nhiều ngân hàng có trụ sở đặt tại Tokyo, Osaka, và một số các trung tâm khác giảm xuống dưới giá trị các khoản nợ; thế nhưng đi đâu này không gây ra một vụ rút tiền hàng loạt. Những người gửi tiền tin rằng chính phủ sẽ đền bù thiệt hại cho họ trong trường hợp bất cứ ngân hàng nào trong số này phá sản.

Bảo hiểm tiền gửi giúp hạn chế đổ xô rút tiền và ngăn không cho nó lan truyền từ ngân hàng này đến ngân hàng lân cận. Nhưng nếu vậy, tại sao trước đó các nhà chức trách lại tỏ ra miễn cưỡng khi phải sử dụng công cụ này?

Theo truyền thống lâu đời của Hoa Kỳ, hoạt động ngân hàng thường diễn ra tự do, thậm chí với rủi ro cao. Ai ai cũng được phép mở ngân hàng và nhiều người đã mở ngân hàng. Tuy rủi ro cao nhưng luồng vốn luân chuyển nhanh. Đối với một chủ ngân hàng, bảo hiểm tiền gửi chẳng khác nào một tấm giấy phép đầu cơ, hay nói cách khác là giấy phép biến thủ.

Nguyên cơ sở xô rút tiền là nguyên nhân chủ yếu không cho phép các chủ ngân hàng cho vay vô trách nhiệm, mà bảo hiểm tiền gửi lại giúp ngăn chặn nguy cơ đó. Mãi cho đến ngày 2/3/1993, Ban Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang mới từ chối không sử dụng bảo hiểm tiền gửi do khả năng khuyến khích các thói xấu trong ngành ngân hàng, mặc dù họ không thể đưa ra biện pháp nào khác ngay trước kỳ nghỉ ngân hàng toàn quốc.

Cho tới thập niên 1970, Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) có một bộ hồ sơ tài chính tuyệt đẹp: lợi tức mà bảo hiểm tiền gửi đem lại lớn hơn nhiều so với thất thoát phải trả do một số ngân hàng phá sản. Suốt từ đầu năm 1945 cho đến năm 1970, duy nhất một ngân hàng có tổng giá trị tiền gửi hơn 50 triệu đô-la từng phá sản. Phần lớn các vụ phá sản đến từ những ngân hàng có tổng giá trị tiền gửi chưa đến 5 triệu đô-la. Trong đa số trường hợp, FDIC sẽ thu xếp tiếp quản các ngân hàng phá sản sao cho ngay cả một vài người có giá trị tiền gửi cao hơn hạn mức được bảo hiểm cũng không phải chịu tổn thất.

Vào giai đoạn cuối thập niên 1970, những vấn đề mà FDIC và Tổng Công ty Bảo hiểm Tiết kiệm và Cho vay Liên bang (FSLIC) gặp phải chất lên thành núi. FDIC đã phải cứu trợ cho một số lượng lớn các ngân hàng, trong đó phải kể đến hai gã khổng lồ Continental Illinois Bank of Chicago và First Republic Bank of Dallas. Họ mất đến hàng tỷ đô-la bảo hiểm tiền gửi. Thông thường khi một ngân hàng hoặc tổ chức tiết kiệm không còn vốn liếng, nó sẽ bị đóng cửa; sau đó, chính phủ tái hình thành một ngân hàng tốt hơn và giao trách nhiệm cho Công ty Xử lý Tài sản Quốc gia (Resolution Trust Company - RTC), một cơ quan nhà nước mới, bán ra số tài sản còn lại. Do phải hứng chịu tổn thất nặng nề, FDIC và FSLIC buộc phải đi vay từ Bộ Tài chính Hoa Kỳ để có tiền chi trả. Đầu thập niên 1990, ước tính tổng thiệt hại trong tiền thuế Hoa Kỳ lên đến 150 tỷ đô-la. Tuy nhiên, mức tăng trưởng kinh tế quốc nội khả quan giúp cho RTC thu được nhiều hơn dự tính từ việc bán vật thế chấp và nợ khó đòi. Tổng thiệt hại từ đó suy giảm xuống còn 100 tỷ đô-la. Câu hỏi được đặt ra là liệu chính phủ có nên hạn chế tổn thất bằng cách nâng mức lợi tức bảo hiểm tiền gửi lên hay không. Đề xuất này bị các ngân hàng lành mạnh kịch liệt phản đối.

Hối phiếu Bộ Tài chính

Công cụ cổ điển cho một doanh nghiệp gặp rắc rối vay đó là phát hành chứng khoán trên thị trường với điều kiện doanh nghiệp đó phải có tài sản thế chấp hợp lý. (Tất nhiên như chúng ta đã phân tích trong phần đầu của chương này, một khi thị trường đã tê liệt thì ngay cả việc bán những chứng khoán dễ chuyển thành tiền nhất cũng gặp khó khăn.) Năm 1857, tại Hamburg cả hai loại chứng khoán tư nhân và quốc doanh hợp thành một gói phức tạp. Năm 1763 và 1799, chính phủ sử dụng cả hối phiếu hàng hải trong hệ thống hỗ trợ cầu thả và hỗn độn. Tuy nhiên, phổ biến nhất là hối phiếu Bộ Tài chính mà Anh áp dụng trong những năm 1793, 1799 và (một cách bất đắc dĩ) 1811. Năm 1825, biện pháp này bị từ chối thẳng thừng.

Hối phiếu Bộ Tài chính được biết đến như là một ý tưởng của Ngài John Sinclair, mặc dù nguồn gốc của nó có thể là từ Ngân hàng Anh. Ngày 22/4/1793, các nhà lãnh đạo Thành phố gặp gỡ Thủ tướng William Pitt, nhằm đưa ra biện pháp đối phó khủng hoảng. Lúc bấy giờ có đến 100 trong tổng số 300 ngân hàng địa phương phá sản và hàng hóa thì mất giá thảm hại. Ngày hôm sau, mười một người trong số họ họp mặt tại nhà thị trưởng London, Mansion House. Theo Clapham, họ không đưa ra một phương hướng rõ ràng về điều gì nên làm. Cuối cùng, cuộc họp đi đến quyết định ban hành lượng hối phiếu Bộ Tài chính trị giá 3 triệu bảng – sau đó thượng nghị viện nâng lên thành con số 5 triệu bảng – cho các thương nhân dựa trên số hàng hóa được thế chấp tại cục hải quan. Chính phủ cũng sẽ phát hành loại tiền giấy 5 bảng – trước đó tiền giấy có mức thấp nhất là 10 bảng – nhằm tiết kiệm chi phí sản xuất ra các đồng tiền vàng hoặc bạc. Các cố vấn đặc biệt sẽ chịu trách nhiệm phát hành hối phiếu Bộ Tài chính chứ không phải là Ngân hàng Anh. Một số hối phiếu tổng trị giá 70.000 bảng ngay lập tức được gửi đến Manchester và một lượng tương tự đến Glasgow. Chính sách này tựa như một phép màu. Chỉ với lượng hối phiếu trị giá 3 triệu bảng, chính phủ đã trợ cấp được cho 338 doanh nghiệp. Một lượng 2,2 triệu bảng khác được cấp phát cho 228 doanh nghiệp, và chỉ hai trong số này sau đó rơi vào phá sản. Thư yêu cầu phát hành hơn 1,2 triệu bảng nữa được rút lại sau khi khủng hoảng suy yếu.

Năm 1799 cơn hoảng loạn tại Hamburg đã kéo tới Liverpool và một lần nữa hối phiếu Bộ Tài chính được sử dụng. Thượng nghị viện cung cấp số

hối phiếu trị giá 500.000 bảng Bộ Tài chính chỉ để Liverpool sử dụng, dựa trên 2 triệu bảng hàng thế chấp trong kho.

Năm 1811, vấn đề này lại một lần nữa được đặt ra. Một Ủy ban Đặc biệt về Tình trạng Tín dụng Thương mại được thành lập, trong số các thành viên của nó có Henry Thornton, John Sinclair, Ngài Thomas Baring, và Alexander Baring. Báo cáo của tiểu ban, hoàn thành trong một tuần, cho thấy tình trạng ảm đạm của các nhà xuất khẩu và nhập khẩu từ Tây Ấn và Nam Mỹ, cũng như số hàng hóa chất đọng vốn là để gửi đi Baltic bị lưu lại trong các nhà kho tại London. Bản báo cáo đề xuất một đợt phát hành hối phiếu Bộ tài chính mới với tổng trị giá lên tới 6 triệu bảng Anh. Hỗ trợ từ phía Hạ Viện là tương đối khiêm tốn do tình trạng kinh doanh quá tải tại Châu Mỹ Latinh. Tuy nhiên vẫn tồn tại những quan điểm đối lập nghi ngờ tính đúng đắn của việc sử dụng hối phiếu Bộ tài chính vì nó sẽ khuyến khích hoạt động đầu cơ, ngay cả trong bối cảnh kinh tế ảm đạm. Huskisson, người sau đó trở thành Chủ tịch của Hội đồng Thương mại (The Board of Trade), cho rằng tai họa có thể xảy ra nếu cho vay tín dụng trở nên quá dễ dàng:

Chẳng nhẽ các quý ông không nhìn thấy rằng cuộc chạy đua của những thương nhân Anh già cả, những người không bao giờ kinh doanh quá số vốn cho phép, đang bị thay thế bởi nhóm những tên đầu cơ nông cạn và điên loạn, những kẻ sẽ không bao giờ chịu dừng lại chừng nào chúng còn có thể có thêm tín dụng, và rằng những người có số vốn nhỏ nhất đang lấy đi ánh hào quang của những người mang lại thành tựu vĩ đại nhất, và rằng đầu cơ xuất hiện ngay cả trên những bài báo thương mại rẻ tiền nhất... Nếu số tín dụng được cấp phát bị sử dụng để đầu cơ, nó sẽ chỉ làm cho thảm họa thêm phần trầm trọng – và ông sợ điều này sẽ xảy ra. Trong trường hợp đó, giải pháp hiện thời chẳng khác nào rót thêm sáu triệu bảng vào vòng xoáy tiệt tệ, khiến cho mọi loại hàng hóa đều loạt lên giá.

Smart đưa ra bản báo cáo đầy đủ nhất về cuộc tranh luận kể trên và lưu ý, có rất nhiều người chỉ trích việc phát hành hối phiếu Bộ tài chính mặc dù ít ai trong số họ đủ mạnh dạn để phủ nhận nó. Cuối cùng thì đề xuất cũng được thông qua. Tuy nhiên, không có nhiều đơn yêu cầu và chỉ có 2 triệu bảng được cấp phát. “Không mấy ai trong bối cảnh ảm đạm như thế này

có đủ khả năng cung cấp thế chấp cần thiết, và câu hỏi được đặt ra là, sản xuất thêm hàng hóa, điều mà ngu ngốc tin dụng mới cho phép, để làm gì trong khi vấn đề căn bản là không có thị trường tiêu thụ chúng.”

Điều tiết và giám sát ngành ngân hàng

Liệu sự điều tiết và giám sát chặt chẽ có thể phòng ngừa khủng hoảng tài chính hay không? Trong khi một số quan sát viên tán thành đường lối này, thì số khác lại phản đối. Phần lớn các quy tắc trong hoạt động ngân hàng đã được tích hợp sẵn trong quy chế hoặc được ngầm hiểu trong truyền thống của ngành này. Nhiều quy tắc bị một số ngân hàng và các nhà chức trách lờ đi. Chúng ta vẫn nghĩ, các ngân hàng có trách nhiệm “định giá theo thị trường”, nói cách khác, họ sẽ định giá những khoản cho vay và đầu tư mỗi ngày (hay mỗi tuần, mỗi tháng) theo giá bán ra trên thị trường, thay vì giá của chúng trong quá khứ. Dự trữ cần phải lập để đề phòng “những khoản vay có vấn đề”, và cần gạch bỏ những khoản cho vay “không có khả năng hoàn trả”. Theo quy tắc truyền thống, một khi vốn liếng ngân hàng suy giảm cùng lúc tổn thất cho vay gia tăng, nó có thể sẽ phải huy động thêm vốn hoặc bị yêu cầu đóng cửa. Tin tức trên báo chí vào mùa xuân năm 1987 minh họa một đặc tính hiểm thấy của những ngân hàng tuân theo quy tắc truyền thống, khi Citicorp công bố tổng số nợ của nó trong Thế giới Thứ ba, và việc FSLIC cho phép 500 ngân hàng vỡ nợ tiếp tục hoạt động với hy vọng họ sẽ tạo ra đủ lợi nhuận để tái xây dựng vốn liếng. Trong một khâu của quy trình điều tiết, Hội đồng Cục Dự trữ Liên bang đã kết hợp với các ngân hàng trung ương khác trong Nhóm mười nước nhằm củng cố hệ thống ngân hàng toàn cầu, và bước đầu tiếp cận với nhu cầu vốn đồng đầu, cũng như nhu cầu vốn dựa-trên-rủi-ro sau đó.

Việc nhấn mạnh vào tầm quan trọng của nhu cầu vốn liên quan tới tỷ lệ phần trăm tài sản hoặc nợ khiến cho một số ngân hàng chuyển qua hoạt động “tài trợ vốn ngoại bảng”. Các hoạt động tài trợ vốn ngoại bảng làm phát sinh lệ phí hoặc hoa hồng cho ngân hàng, nhưng do tính không chắc chắn hoặc không xác định nên tài sản và nợ không hiện thị trên bảng cân đối kế toán, cùng lắm chỉ là một chú thích cuối trang. Các tài trợ vốn ngoại bảng bao gồm việc tráo đổi lãi suất hoặc tiền tệ, hợp đồng định giá trước, hợp đồng quyền chọn, rủi ro bao tiêu, “hợp đồng mua lại” (bán chứng

khoán kèm theo bảo lãnh mua lại trong tương lai), hoặc các phương tiện phát hành hối phiếu. Có thể định giá mỗi phiên giao dịch kiểu này như một hợp đồng quyền chọn hoặc giấy bảo lãnh mua hàng rồi gộp vào phần tài sản hoặc nợ khi định lượng nhu cầu vốn. Tuy nhiên, việc làm trên cần đến nghiệp vụ tài chính tương đối phức tạp.

Việc đi đầu tiết và giám sát chặt chẽ hoạt động ngân hàng sẽ giúp ngăn chặn thói quen cho vay quá đà trong những thời kỳ nhàn rỗi mà có thể sẽ kết thúc bằng khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên dẫn chứng lịch sử cho thấy đi đầu này chỉ đúng nếu hệ thống hành pháp hoàn hảo. Cơ cấu đi đầu tiết ngành ngân hàng Hoa Kỳ phân chia trách nhiệm cho Ủy viên Thanh tra Tài tệ, các Ngân hàng Dự trữ Liên bang, và cố vấn liên bang trong ngành ngân hàng. Một quan điểm cho rằng có sự cạnh tranh trong việc tái đi đầu tiết chứ không phải trong việc bãi bỏ quy tắc. “Một khi trách nhiệm được phân chia”, một chủ ngân hàng kiêm chính trị gia nổi tiếng người Đức nói, “thì sẽ chẳng ai có trách nhiệm.” Những cá nhân có tài cần thiết cho thời điểm khẩn cấp sẽ không chịu chấp nhận chuỗi ngày buồn tẻ trong suốt thời kỳ êm ả kéo dài. Khó có thể phát hiện ra sự quản lý yếu kém trong các ngân hàng trước khi khủng hoảng diễn ra. Công tác đi đầu tiết và giám sát ngành ngân hàng vốn đã hỗn loạn ngay trong thời kỳ thịnh vượng, và nó sẽ bùng nổ một khi giai đoạn thịnh vượng kết thúc. Câu hỏi được đặt ra là: liệu chúng ta nên thanh lý, nên tạm ngưng, nên bảo lãnh, nên hỗ trợ, nên tiếp quản, hay nên dựa vào các phương tiện cho vay cuối cùng khác.

Yếu tố may mắn: thay lời kết

“Tiểu thư May mắn” từng cứu vớt một ngân hàng khỏi nguy cơ phá sản. Trong khủng hoảng 1799, Wirth viết rằng khi ngân hàng Brothers Kauffmann ở Hamburg có nguy cơ phá sản thì một trong những người anh em Kauffmann tặng vợ mình một chiếc vé xổ số thành phố Hamburg với phần thưởng đầu tiên trị giá 100.000 mác. Tiếp tục chọn con số giống hệt trong một lần mua xổ số khác tại Duchy of Mecklenburg; lần này phần thưởng là một tòa nhà trị giá 50.000 thaler, tương đương 100.000 mác. Cô này đã trúng thưởng cả hai lần, và Brothers Kauffmann hoàn toàn được phục hồi. Tại Las Vegas, tỷ lệ cược cho giải pháp của cuộc khủng hoảng toàn cầu còn cao hơn.

Chương 11: NGƯỜI CHO VAY CUỐI CÙNG TRONG NƯỚC

Sự phát triển của khái niệm người cho vay cuối cùng đánh dấu một bước tiến quan trọng trong “ng nghiệp vụ ngân hàng trung ương” kể từ 200 năm trở lại đây. Thuật ngữ “người cho vay cuối cùng” có nguồn gốc từ một cụm tiếng Pháp – dernier ressort (quyền hạn cuối cùng) – và nó xoay quanh quyền hạn pháp lý cuối cùng của người có quyền đề đơn yêu cầu. Cho đến nay, thuật ngữ này đã được Anh hóa hoàn toàn và đối với nghiệp vụ ngân hàng trung ương, người Anh đặt trọng tâm vào trách nhiệm của người cho vay hơn là quyền lợi của người đi vay hay người đề đơn yêu cầu.

Người cho vay cuối cùng luôn sẵn sàng ngăn chặn một vụ quy đổi hàng loạt tài sản thực tế và tài sản phi tiền mặt thành tiền bằng cách cung cấp lượng tiền mặt cần thiết. Thể chế tài chính này hoạt động như một “nguồn cung tiền có khả năng co giãn” sẵn sàng mở rộng để đáp ứng mức cần trong những cơn hoảng loạn. Nhưng nên cung ứng bao nhiêu tiền? Cho ai? Với điều kiện gì? Khi nào?

Đó là những câu hỏi mà người cho vay cuối cùng cần phải đối mặt và chúng bắt nguồn từ tình thế tiến thoái lưỡng nan: một khi nhà đầu tư tin rằng các ngân hàng và một số người đi vay nhất định được người cho vay cuối cùng hỗ trợ trong thời kỳ ảm đạm, họ sẽ trở nên ít thận trọng hơn khi gia hạn các khoản vay trong giai đoạn kinh tế bùng nổ kế tiếp. Các người cho vay cuối cùng đã làm giảm trách nhiệm của các ngân hàng cho vay tư nhân trong việc đảm bảo các khoản vay lành mạnh. Tuy nhiên, nếu không thể ngăn chặn một vụ quy đổi hàng loạt chứng khoán và hàng hóa thành tiền mặt trong cơn hoảng loạn, thì việc các nhà đầu tư bán những tài sản này nhằm hạn chế tối thiểu tổn thất sẽ khiến cho tài sản đồng loạt mất giá, và khi đó, một số lượng lớn doanh nghiệp vốn có khả năng chi trả và sở hữu nguồn vốn lớn có thể bị phá sản.

Dẫn chứng lịch sử cho thấy tính đúng đắn của người cho vay cuối cùng liên tiếp bị phủ nhận. Bộ trưởng Bộ Tài chính dưới thời Napoleon,

François Nicholas Mollien, đã phản đối mạnh mẽ khi cố vấn của ông thể hiện mong muốn can thiệp để cứu trợ các nhà máy đang có nguy cơ phá sản trước những thiệt hại mà Continental System gây ra. Mollien khẳng định, một sự khởi đầu theo hướng đi này sẽ chỉ càng khiến cho Bộ Tài chính ngày một lún sâu hơn. Louis Antoine Garnier-Pagès, bộ trưởng bộ tài chính Pháp năm 1848, sau đó đưa ra một giải pháp hữu hiệu nhằm rút ngắn giai đoạn khủng hoảng, đó là làm cho nó đến sớm hơn: “Đừng cứu vãn công trái, bán hết chứng khoán; bán hàng hóa.” Ông khẳng định chính sách này đã đóng góp vào thành tựu phục hồi kinh tế rực rỡ của Pháp giai đoạn 1850-1852. Murray Rothbard nhấn mạnh, “bất kỳ sự trợ giúp nào cũng làm trì hoãn thanh toán và khiến cho bối cảnh kinh tế đang không lành mạnh ngày càng tồi tệ hơn”. Herbert Spencer đưa ra lời phát biểu đanh thép nhất: “Kết quả cuối cùng của việc bảo vệ loài người khỏi những tác hại của sự ngu xuẩn là thế giới sẽ tràn ngập những kẻ ngu xuẩn.”

Những quan điểm kiểu này có thể hiểu được trong thời đại Darwin .

Nguồn gốc của khái niệm người cho vay cuối cùng

Sự phát triển của khái niệm người cho vay cuối cùng đến từ hoạt động thực tế của thị trường hơn là từ học thuyết của các nhà kinh tế. Ashton khẳng định, Ngân hàng Anh chính là một người cho vay cuối cùng trong thế kỷ XVIII, mặc dù tuyên bố này không hoàn toàn ăn nhập với một phát biểu khác của chính ông: “rất lâu trước khi các nhà kinh tế học đặt ra các quy tắc để xử lý khủng hoảng, người ta đã nhận ra rằng biện pháp [điều trị khủng hoảng] là hãy để cho một cơ quan tài chính (Ngân hàng Anh hoặc bản thân chính phủ) phát hành khẩn cấp vài loại hối phiếu, sao cho từ các chủ ngân hàng, các thương nhân, cho đến công chúng nói chung, sẵn sàng chấp nhận. Khi việc làm này được thực hiện, cơn hoảng loạn sẽ dịu bớt.”

Cho đến nay người ta vẫn còn phân vân, liệu ngân hàng trung ương hay bản thân chính phủ mới là cơ quan tài chính cuối cùng. Sự phân vân này cho thấy Ngân hàng Anh chỉ nổi lên như một người cho vay cuối cùng trong thập niên đầu XXVIII. E.V. Morgan cho rằng, việc chính phủ Anh phát hành hối phiếu Bộ tài chính trong những năm 1793, 1799, và 1981, đã làm trì hoãn vai trò người cho vay cuối cùng của Ngân hàng Anh, và nó chỉ dần

dần dần đương trách nhiệm này vào nửa đầu của thế kỷ XIX, “bất chấp sự phản đối của các nhà lý thuyết học”. Có thể thấy quá trình tiến triển tương tự đối với Ngân hàng Pháp. Năm 1833, phần lớn Hội đồng chung (Conseil General) gạt bỏ ý tưởng của Hottinguer về một chính sách dựa trên mô hình người cho vay cuối cùng ở Anh, và bác bỏ lời thỉnh cầu của Odier về một chính sách hoàn toàn mới, và kết luận chức năng chính của Ngân hàng Pháp là bảo vệ đồng frăng. Không có gì phải lo về dòng vốn chảy ra. Lãi suất thì không nên thấp một cách không tự nhiên nếu không sẽ khuyến khích đầu cơ và càng làm khủng hoảng thêm trầm trọng. Tuy nhiên, một khi khủng hoảng diễn ra, Ngân hàng nên chiết khấu nhiều và rẻ để tiết chế cường độ và rút ngắn thời lượng khủng hoảng.

Vai trò của người cho vay cuối cùng không được giới lý thuyết học đánh giá cao cho đến khi tác phẩm Lombard Street (Phố Lombard) của Bagehot xuất hiện năm 1873. Mặc dù trước đó vào cuối thế kỷ XVIII, Ngài Francis Baring đã kêu gọi nên chú ý đến ý tưởng này, và tác phẩm kinh điển của Thornton, Paper Credit (Tín phiếu), phát triển cả học thuyết lẫn luận điểm đối lập khi ông thảo luận về vấn đề tài chính của các ngân hàng địa phương ở Anh. Bagehot cho biết, nguồn gốc của học thuyết xuất phát từ David Ricardo chứ không phải là từ Baring hay Thornton, trong tuyên bố của ông trước Tiểu ban Đặc biệt của Thượng nghị viện về Các Ngân hàng (the Parliamentary Select Committee on Banks) Phát hành năm 1875: “Học thuyết chính thống do Ricardo đưa ra đề cập đến một giai đoạn trong một cơn hoảng loạn mà vào lúc đó, mọi giới hạn trong việc phát hành tiền pháp định phải được loại bỏ.” Bản thân Bagehot đã phân tích rõ học thuyết này trong bài báo viết năm 1848 của ông. Bản báo cáo bắt đầu bằng sự kiện tạm dừng thực hiện Đạo luật Ngân hàng năm 1844 trong cơn hoảng loạn năm 1847:

Nhược điểm nghiêm trọng của cơ chế lưu thông tiền kim loại thuần là số lượng của nó không sẵn sàng đáp ứng bất cứ nhu cầu đột ngột nào... Nhưng ngày nay, khi tiền giấy có thể được cung ứng với số lượng không giới hạn, bất chấp nhu cầu có cấp bách tới đâu, chúng ta không nhận thấy có bất cứ lý do gì, về nguyên tắc, để phản đối việc phát hành tiền ngoài dự kiến nhằm thỏa mãn sự gia tăng lớn và cấp bách trong mức cần... Quyên

phát hành tiền giấy này rất dễ bị lạm dụng... Nó chỉ nên được sử dụng trong số ít những trường hợp hi hữu và ngoại lệ.

Một số nhà phân tích tiếp tục phủ nhận học thuyết trong khi các học giả uyên bác tranh cãi về cả hai mặt của vấn đề. Liệu chúng ta nên lo ngại về cơn hoảng loạn hiện tại hay nên quan tâm đến giai đoạn phồn vinh kế tiếp, nên linh hoạt theo hoàn cảnh hay nên tuân theo nguyên tắc? “Mặc dù không thể vi phạm quy tắc và tiền lệ trong đa số trường hợp, nhưng cũng có những tình huống chúng ta không thể máy móc tuân theo.” Vấn đề ở chỗ, một khi quy tắc bị vi phạm, nó thường phát sinh tiền lệ mới và quy tắc mới. Ngài Overstone, nhà lý luận xuất sắc thuộc Trường phái Tiền tệ, kịch liệt phản đối chính sách mở rộng mức cung tiền tệ trong khủng hoảng. Nhưng ông cũng phải miễn cưỡng thừa nhận, khủng hoảng cần đến một “quyền lực mà mọi chính phủ phải sở hữu để thực thi những biện pháp can thiệp đặc biệt trong trường hợp khẩn cấp mà đất nước đòi hỏi”. Ông cũng từng đưa ra lời biện hộ đầy ẩn ý: “Có một câu tục ngữ cổ từ miền Đông: Bằng một cái kẹp tóc bạn có thể ngăn cả một cơn lũ, mà có thể cuốn đi tất cả thành phố trên đường đi của nó.” Tương tự như Overstone, Fredman và Schwartz cũng bốn cột học thuyết người cho vay cuối cùng một cách ẩn dụ:

Dẫn chứng chi tiết về mỗi cuộc khủng hoảng ngân hàng trong lịch sử cho thấy tầm quan trọng to lớn của một hoặc nhiều cá nhân sẵn sàng đảm đương trách nhiệm và cương vị lãnh đạo... Sự sụp đổ kinh tế thường mang những đặc tính của một quá trình tích tụ. Nếu để cho khủng hoảng đi qua một điểm nhất định sau một khoảng thời gian, nó sẽ lấy lại sức mạnh từ chính sự bùng nổ của mình... Không cần tốn quá nhiều sức lực để dừng một tảng đá đã khởi đầu cho một vụ lở đá, nhưng nếu để trôi đi, có thể nó sẽ bắt đầu một vụ lở đất nghiêm trọng.

Nghịch lý này gần giống với thế tiến thoái lưỡng nan của tù nhân. Một mặt, ngân hàng trung ương nên cho vay tự do trong cơn hoảng loạn, nhưng để mặc thị trường giảm khả năng xảy ra hoảng loạn trong tương lai bằng những công cụ riêng của nó. Tình thế tiến thoái lưỡng nan ở đây là: Thực tại trước mắt quan trọng hơn mọi biến cố bất ngờ có thể xảy ra trong tương lai.

Đạo luật Ngân hàng năm 1844 là chiến thắng của Trường phái Tiền tệ (ủng hộ một mức cung tiền tệ cố định) trước Trường phái Ngân hàng (cho rằng sẽ hữu dụng hơn nếu để cho mức cung tiền tăng lên cùng với sự tăng trưởng của sản xuất và thương mại). Cả hai trường phái trên đều đặt trọng tâm vào lợi ích dài hạn hơn là lợi ích ngắn hạn, và họ đều bác bỏ chính sách gia tăng mức cung tiền tệ như một giải pháp tạm thời cho khủng hoảng. Khi xem xét Đạo luật Ngân hàng, chính phủ đã từ chối đề xuất tạo ra quyền tạm dừng hiệu lực của Đạo luật trong trường hợp khẩn cấp. Sau năm 1847 và một lần nữa sau năm 1857, khi cần tạm dừng Đạo luật Ngân hàng và cần gia tăng mức cung tiền tệ như một giải pháp cuối cùng, thượng nghị viện đã phải mở một số cuộc thảo luận để cân nhắc xem liệu có nên thay đổi bộ luật hiện hành hay không. Trong cả hai lần, họ đều đi đến thống nhất rằng không nhất thiết phải có bất cứ thay đổi nào trong bộ luật để hợp pháp hóa việc tạm dừng Đạo luật Ngân hàng, ngay cả khi sự tạm dừng đó là hữu hiệu và cần thiết. Nhằm ngăn chặn việc quy tắc và tiền lệ có thể bị tái lập, chính phủ công bố với các nhà giới môi giới hối phiếu, nhóm những người người bông chốc đi vay một cách khẩn cấp và mong muốn những khoản tiền tạm ứng bất thường trong năm 1857, rằng đừng hy vọng sẽ có một điều tương tự xảy ra trong tương lai. Phương châm “mặc dù có luật nhưng chúng ta có thể vi phạm nếu cần” được chấp nhận rộng rãi đến nỗi, sau vụ tạm ngưng năm 1866, không ai cảm thấy cần phải mở thêm một cuộc thẩm tra nào nữa.

Trong thập niên 1850, Jellico và Chapman đề xuất đưa vào đạo luật một công thức toán học để điều chỉnh lãi suất chiết khấu của Ngân hàng Anh dựa căn cứ vào tình trạng dự trữ. Wood chỉ trích họ không thật sự hiểu các giao dịch và các cách thức hoạt động của Ngân hàng. Tháng 6/1875, Robert Love, Bộ trưởng Tài chính giới thiệu một loại hối phiếu mới cho phép Ngân hàng Anh tạm thời phát hành thêm tiền giấy để đối lấy chứng khoán (nhưng chỉ trong một số trường hợp khẩn cấp, bao gồm khủng hoảng), thực hiện mức lãi suất ngân hàng trên 12%, và giao dịch những ngoại hối có lợi. Loại hối phiếu này được xem xét lần một vào ngày 12/6, cũng là lần cuối cùng mà nó được cân nhắc. Đơn đề trình bị trả về trong tháng 7. Người ta thống nhất rằng không nên sử dụng những nguyên tắc quá cứng nhắc. Cả tờ The Economist lẫn Walter Bagehot đều tin rằng, sẽ tốt hơn nếu Ngân hàng Anh, chứ không phải là các ngân hàng khác, giữ số lượng dự

trữ cần thiết để đưa nền kinh tế vượt qua cơn hoảng loạn. Thế nhưng ông Hankey, cựu thống đốc Ngân hàng, lại gọi đây là “học thuyết tai hại nhất – cả trong giới tiền tệ lẫn giới ngân hàng – từng được đề cập tại quốc gia này; nếu nói như vậy, tức là Ngân hàng Anh phải có chức năng dự trữ và cung cấp tiền tại mọi thời điểm, nhằm thỏa mãn nhu cầu của các chủ ngân hàng, những người đã hủy hoại tài sản của chính họ”. Tuy nhiên, công chúng nghiêng về quan điểm của Bagehot và họ đã thực thi chống đối lại với Hankey và lý thuyết. Nếu chúng ta không thể kiểm soát được việc mở rộng tín dụng trong những giai đoạn phồn vinh, thì việc cần làm là áp dụng các biện pháp ngăn không cho tín dụng bị co hẹp trong khủng hoảng.

Ai sẽ là người cho vay cuối cùng?

Có một sự thiếu nhất quán tại Vương quốc Anh về việc ai sẽ chịu trách nhiệm làm dịu khủng hoảng: Bộ Tài chính nên phát hành thêm hối phiếu Bộ tài chính, hay Ngân hàng Anh nên tự do chiết khấu kèm theo tỷ lệ tiền phạt, ngay cả nếu việc này sẽ bỏ qua một số giới hạn mà Đạo luật Ngân hàng năm 1844 đặt ra? Liệu các quan chức chính phủ có ra tay cứu trợ trong cơn hoảng loạn hay không, và nếu quyết định can thiệp thì liệu có kịp không? Sự không nhất quán trong câu trả lời cho những câu hỏi như thế này có thể chính là giải pháp tối ưu. Do vậy, không hề có một quy định rõ ràng nào về người cho vay cuối cùng tại Vương quốc Anh, cũng như không có quy định chính thức nào về cơ quan sẽ đảm đương vai trò đó. Trong năm 1825, Bộ Tài chính đã không phải là cơ quan được lựa chọn. Nhiệm vụ cụ thể được giao phó cho Ngân hàng Anh, và nó miễn cưỡng chấp nhận như thế bị dấn vào bước đường cùng. Năm 1890, bảo hiểm tiền gửi được sử dụng thay vì Ngân hàng hay Bộ Tài chính. Dần dần trách nhiệm được chuyển giao cho Ngân hàng Anh. Alfred Marshall viết: “ban lãnh đạo Ngân hàng Anh được nước này và cả thế giới nhìn nhận như một ủy ban bảo vệ an toàn cho mọi hoạt động kinh doanh ở Anh nói chung”.

Cho đến thập niên 1830, Ngân hàng Pháp cũng đồng ý gánh vác những trọng trách nhất định trong một cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, Ngân hàng Pháp cho rằng nó còn có những nhiệm vụ khác phải cân nhắc, ví dụ như đảm bảo tính độc quyền trong việc phát hành tiền giấy. Chính sự độc quyền này đã cho phép nó không can thiệp khi các ngân hàng địa phương

phá sản năm 1848 rồi chuyển đổi chúng thành các chi nhánh của Ngân hàng Pháp (comptoirs). Các tỉnh thành trở nên sợ hãi thủ đô Paris; họ cũng muốn các ngân hàng địa phương của mình có được đặc quyền phát hành tiền giấy. Vì lo ngại trong một cuộc khủng hoảng, thủ đô Paris có thể sẽ tự lo cho mình mà không quan tâm đến quyền lợi của các địa phương khác. Sai lầm của ngân hàng Le Havre là mua lại một ngân hàng đã tạo nên quá nhiều khoản cho vay công nghiệp không có khả năng trả hoàn, bao gồm một số khoản vay của các xưởng đóng tàu và những người nhập khẩu bông khi bông đang hạ giá. Tháng 02/1848, Ngân hàng Havre thực hiện một cuộc hành trình đến Paris, nhưng có lẽ đó là một “Câu trả lời không được hỏi đáp. Ngân hàng Pháp trở nên tàn nhẫn.”, nó từ chối cho vay dựa trên biên bản thế chấp của Havre, và tuyên bố: “Nguyên tắc ở đây không cho phép chúng tôi làm như vậy, và các ông đã từ chối lời đề nghị trở thành một comptoir.”

Ngân hàng Pháp tỏ thái độ do dự trước câu hỏi này, ngay cả khi nó muốn triệt tiêu các ngân hàng địa phương. Từ Mỹ, Chevalier quan sát, khi Jacques Laffitte đảm đương cương vị thống đốc trong hai năm đầu tiên, Ngân hàng Pháp đã tự do chiết khấu trong các năm 1810, 1818, và 1826. Trong những giai đoạn đó, nó đã thể hiện nhiều nỗ lực đáng ghi nhận nhằm duy trì hoạt động thương mại ở Pháp, thế nhưng lại thiếu một dũng khí như thế trong khủng hoảng 1831-32. Năm 1830 sau cách mạng, trách nhiệm bị đẩy cho các nhà chức trách địa phương. Một ngân hàng địa phương trung thực nhưng thiếu khôn ngoan đưa ra lời cảnh báo rằng một cơn hoảng loạn trong phạm vi địa phương sẽ xảy ra. Nhà quản lý tài sản của ngân hàng này đã thực thi việc chiết khấu những thương phiếu đáng ngờ sau khi tham khảo ý kiến từ Paris.

Sau khi giành được vị trí độc quyền trong việc phát hành tiền và thực hiện chuyển đổi các ngân hàng khu vực thành chi nhánh, Ngân hàng Pháp bắt đầu hoạt động như một người cho vay cuối cùng. Với vị thế của mình, Ngân hàng Pháp sẽ chỉ phải chiết khấu thương phiếu ba tên và câu hỏi đặt ra là xác định những cái tên thích hợp. Sáu mươi ngân hàng chiết khấu (comptoirs d'escompte) được thành lập trên toàn nước Pháp, cùng với một số chi điểm (sous-comptoir) do nhiều chi nhánh giao dịch khác nhau tổ chức, các ngân hàng chiết khấu này sẽ nắm giữ cổ phiếu của hàng hóa và

từ đó phát hành các thương phiếu tương ứng. Ngân hàng Pháp sẽ chiết khấu những thương phiếu có đủ chữ ký của một thương nhân, một chỉ điểm, một ngân hàng chiết khấu qua đó làm dịu đi cuộc khủng hoảng thanh khoản. Louis Raphael Bischoffsheim của Bischoffsheim & Goldschmidt lên tiếng chế giễu thủ tục mang tính hình thức này: “Những con số này thật vô nghĩa. Đôi khi người ta có thể kiếm được đến 10 “chữ ký t ấ” thay vì 3 “chữ ký tốt”, và tôi thà chọn một cái tốt còn hơn là 20 cái t ấ.” Sau khi cuộc khủng hoảng trôi qua, một số ngân hàng chiết khấu được các chủ ngân hàng, thương nhân, hoặc nhà tư bản công nghiệp tiếp quản và chúng nghiêm nhiên trở thành những ngân hàng chính quy. Trong số đó phải nhắc đến Comptoir d’Escompte de Paris, một trong những ngân hàng hàng đầu nước Pháp.

Năm 1868, ngân hàng Crédit Mobilier của anh em nhà Pereire đã không được cứu trợ. Thương phiếu của nó không được Ngân hàng Pháp chiết khấu và có thể hiểu sự kiện này theo nhiều cách. Một mặt, đây có thể chỉ là sự từ chối hoàn toàn tự nhiên của người cho vay cuối cùng không muốn hỗ trợ tài chính cho một công ty đã không còn khả năng chi trả. Mặt khác, cũng có thể coi đây là một hình phạt dành cho Crédit Mobilier vì nó không chịu nhượng lại số tiền giấy mà Banque de Savoie phát hành cho Ngân hàng Pháp (người nhà Pereire đã tiếp quản Banque de Savoie sau khi tỉnh Savoy được Ý nhượng lại cho Pháp năm 1860). Chưa hết, đây còn có thể là sự trả thù cá nhân của gia tộc Rothschild đối với anh em nhà Pereire (anh em nhà Pereire từng làm việc cho gia tộc Rothschild, nhưng sau đó họ nhanh chóng trở thành những nhà tài chính xuất sắc của thế kỷ XIX và là đối thủ cạnh tranh của gia tộc Rothschild). Cameron buộc tội Ngân hàng Pháp đã dùng thủ đoạn để làm lợi cho gia tộc Rothschild trong một vụ tranh chấp giữa hai dòng họ Rothschild-Pereire bắt đầu từ thập niên 1830.

Năm 1882, Ngân hàng Pháp và các ngân hàng Paris từ chối giúp đỡ Union Générale nhưng bảy năm sau đó họ lại hỗ trợ Comptoir d’Escompte de Paris. Sự phân biệt đối xử này khiến một số nhà phê bình quy kết Ngân hàng Pháp tội hối lộ. Tuy nhiên khách quan mà nói, một vụ phá sản ngân hàng lớn thứ hai trong một giai đoạn bảy năm có thể sẽ phá hủy hoàn toàn hệ thống ngân hàng ở Pháp và trên cơ sở đó, Rouvier, bộ trưởng bộ tài chính, đã thực thi những biện pháp cần thiết để Ngân hàng Pháp và các

ngân hàng Paris ứng trước 140 triệu cho Comptoir d'Escompte de Paris. Trong trường hợp của Union Générale, như đã lưu ý trong một chương trước đó, các ngân hàng Paris đã chấm dứt các hoạt động đầu cơ vào cao điểm trong tháng 8/1881 và ứng trước 18,1 triệu frăng cho Union Générale sau vụ sụp đổ tháng 1/1882. Nhưng số tiền này nhằm mục đích cho phép Union Générale thanh toán gọn các khoản nợ của nó hơn là để cứu giúp ngân hàng này. Một tập đoàn tài chính được thành lập dưới sự dẫn dắt của gia tộc Rothschild và gia tộc Hottinguer, trong đó bao gồm Comptoir d'Escompte và Société Générale (nhưng không bao gồm ngân hàng Crédit Lyonnais, đối thủ cạnh tranh của Bontoux ở Lyon). Trong tập đoàn tài chính này, người ta không nhất thiết phải phân biệt Ngân hàng Pháp với các ngân hàng tư nhân hàng đầu (hautes banques) và các ngân hàng tiền gửi.

Tại Phổ năm 1763, vua chính là người cho vay cuối cùng. Năm 1848, nhiều cơ quan chính phủ khác nhau bao gồm Ngân hàng Phổ (Seehandlung) và xã số Phổ cố gắng giúp đỡ ngân hàng Cologne (A. Schaaffhausen) một cách vô ích trước khi nó được phép tái cơ cấu thành một ngân hàng cổ phần. Do thiếu vắng một ngân hàng trung ương vào những năm 1763, 1799, và 1857, chính phủ thành phố Hamburg, phòng thương mại, các ngân hàng, và tất cả các công ty hàng đầu khác cùng tham gia công tác cứu trợ.

Mỹ cũng là quốc gia hết sức mơ hồ trong việc xác định người cho vay cuối cùng. Việc Ngân hàng thứ Nhất và sau đó là Ngân hàng thứ Hai có phải là những người cho vay cuối cùng hay không cũng không mấy rõ ràng, mặc dù chúng đều là những cơ quan từng được lựa chọn để xử lý khủng hoảng. Bộ Tài chính Hoa Kỳ cũng không ít lần tham gia cứu trợ bằng cách chấp nhận biên lai hải quan trong các hối phiếu để lùi ba mươi ngày (năm 1792), hay trích công quỹ để gửi tiền vào các ngân hàng cần được trợ giúp (năm 1801, 1818, và 1819), hoặc giảm bớt yêu cầu đối với một ngân hàng thương mại phải trả tiền đồng cho Ngân hàng thứ Hai của Mỹ (năm 1801). Sau thất bại sửa đổi đi đầu lệ của Ngân hàng thứ Hai năm 1833, Bộ Tài chính lại càng trở nên bận rộn hơn, trước và sau khi thông qua đi đầu luật năm 1845 yêu cầu tách quỹ của Bộ Tài chính ra khỏi ngân hàng. Tuy nhiên trong các cuộc khủng hoảng và các giai đoạn khan hiếm

của chu kỳ tr òng tr ọt, Bộ Tài chính Hoa Kỳ sẽ tạm ứng lợi tức và/hoặc t iền vốn trên các khoản nợ của nó, gửi t iền vào các ngân hàng dù vi phạm luật lệ, đ òng ý chấp nhận thế chấp bằng các loại chứng khoán (ngoại trừ công trái) cho t iền gửi của công quỹ, tham gia mua bán vàng bạc. Các ngân hàng bắt đầi đến gặp Bộ Tài chính với hy vọng nhận đ ược trợ giúp trong những trường hợp khẩn cấp hoặc trong các giai đoạn khan hiếm mang tính thời vụ. Mùa đông năm 1872, Bộ trưởng Tài chính, George S. Boutwell đã đảm đương vai trò của một người cho vay cuối cùng khi ông tái phát hành những đ òng đô-la vốn đã không còn lưu hành – một hành vi không m ấi hợp pháp. Người kế nhiệm của ông, William A. Richardson, cũng áp dụng tương tự vào một năm sau đó.

Bộ Tài chính Hoa Kỳ có thể rút t iền gửi của nó từ các ngân hàng và chi trả bằng số thặng dư t iền mặt mà nó đã tích lũy trong các giai đoạn trước đó, nhưng ngoài thời kỳ t iền gi ấi ra thì nó đã không thể tạo thêm t iền. Bộ Tài chính sẽ không thể đóng vai trò thế chế cho vay cuối cùng đúng nghĩa trừ phi trước đó nó có thặng dư ngân sách và đã tích lũy t iền mặt. Năm 1907 khi t iền mặt trong kho không còn nhi ều, Bộ Tài chính phát hành một số trái phiếu mới: 50 triệu đô-la trái phiếu Panama Canal có thể đ ược sử dụng làm thế chấp khi đi vay t iền gi ấi ngân hàng quốc gia, và 100 triệu đô-la các chứng chỉ nợ 3%. Với số trái phiếu này, nó hy vọng sẽ huy động số t iền gi ấi và t iền đ òng hiện đang phân tán ở nhi ều nơi. Cuối cùng, dòng vốn trị giá hơn 100 triệu đô-la đổ vào từ Vương quốc Anh đã đẩy lui khủng hoảng. Hơn nữa, các công cụ đối phó khủng hoảng mà Mỹ sử dụng là phi nguyên tắc. Cuộc khủng hoảng năm 1857 cho thấy chính phủ liên bang đã không thể can thiệp hiệu quả, và công chúng (bao g ồm các ngân hàng) đã không đ ược dẫn dắt trong việc ngăn chặn. Thực tế là chính phủ đã can thiệp quá nhi ều và quá sớm.

Việc Bộ Tài chính Hoa Kỳ liên tục can thiệp trong quá khứ đặt ra một vấn đề liệu có đúng là chúng ta không nên để cho thị trường tự đi ều tiết và nếu thế thì cần làm thế nào? O.M.W. Sprague, nhà sử học chuyên nghiên cứu những cuộc khủng hoảng dưới thời kỳ Hệ thống Ngân hàng Quốc gia thuộc Ủy ban Aldrich năm 1910, tin rằng các ngân hàng phải có trách nhiệm bảo đảm giữ đủ số dự trữ cần thiết để thỏa mãn mọi nhu cầu. Nhưng Sprague tỏ ra mập mờ khi đề cập đến chuyện ngân hàng nào sẽ đảm đương

vai trò đó và tại sao nó phải nhận trách nhiệm này trong khi luật pháp không quy định. Có phải quyền lực càng cao thì trách nhiệm càng nặng nề? Hay đây là một loại thuế? Sprague đưa ra một số luận điểm giải thích tại sao một số lượng hữu hạn các ngân hàng New York phải có nghĩa vụ ổn định hệ thống và chịu trách nhiệm nhiều hơn các ngân hàng khác:

Trong giai đoạn trước khủng hoảng năm 1873, 15 trong tổng số 50 ngân hàng New York nắm giữ hầu như toàn bộ tiền gửi của các ngân hàng trong thành phố, và 7 trong số đó có trong tay đến 70-80% tổng giá trị của toàn bộ số tiền gửi này. 7 ngân hàng này phải trực tiếp chịu trách nhiệm đảm bảo cho sự vận hành trơn tru của bộ máy tín dụng toàn quốc.

Chúng ta phải luôn nhớ rằng nếu thiếu vắng bất cứ một cơ quan trung ương quan trọng nào, như vẫn thường xảy ra tại một số quốc gia thương mại khác, thì liên hiệp các ngân hàng là giải pháp cuối cùng của đất nước khi tình hình tài chính lâm vào bước đường cùng; sự phồn vinh của quốc gia phụ thuộc rất nhiều vào sự ổn định và tư cách đạo đức lành mạnh của liên hiệp đó. (trích Báo cáo của Phòng Thanh toán Bù trừ New York, 11/11/1873)

Hệ thống ngân hàng của chúng ta có đặc điểm (được minh họa năm 1890), là nếu có bất kỳ một nhu cầu tiền mặt bất thường nào thì số dự trữ của các ngân hàng tỉnh đều không được dùng đến. Dẫn chứng cho thấy các thể chế tư nhân và thành phố đáng nhẽ phải tìm cách huy động vốn dự trữ của các ngân hàng khác. (tr. 147)

Thông thường thường thì các ngân hàng New York không giữ lại mức dự trữ lớn như trách nhiệm của họ đòi hỏi. (tr. 153)

... Các ngân hàng ngoại quốc, các công ty tín thác và các chủ nợ nước ngoài có thể đồng loạt siết chặt tín dụng, tạo nên một tình huống... gần như không thể xảy ra nếu trong các giai đoạn nền kinh tế phát triển bình thường, các ngân hàng của hệ thống thanh toán bù trừ biết thận trọng và duy trì được số dự trữ lớn. (tr. 230)

Kể cả giải thích theo một hướng khác, người ta vẫn có thể thấy rõ các ngân hàng đang nắm giữ nguần dự trữ cuối cùng của quốc gia đã không hoàn

thành bốn phần. Mặc dù không thể dự tính được thời điểm chính xác mà khủng hoảng năm 1907 sẽ bùng nổ nhưng những dấu hiệu xấu đã xuất hiện trong nhiều tháng và người ta đã chờ đợi các phản ứng đối phó từ phía các ngân hàng lớn, nếu không muốn nói là từ toàn bộ hệ thống ngân hàng Hoa Kỳ và công chúng nói chung. (tr. 236-7)

Không có một ngân hàng ngoại quốc nào lại cảm thấy có trách nhiệm về hệ thống tài chính Hoa Kỳ. Họ sẽ thoải mái rút tiền từ các ngân hàng Hoa Kỳ khi một số vấn đề trong nước đòi hỏi hoặc khi họ không còn tin vào hệ thống nữa. Chính vì thế mà tại mọi thời điểm, các ngân hàng địa phương phải gánh vác ít nhất là một phần của khoản cho vay có thể bị các ngân hàng ngoại quốc thanh lý, và sẵn sàng cung ứng lượng tiền mặt mà họ có khả năng thu hồi từ nước ngoài. (tr. 239)

Một điểm yếu trong thị trường tiền tệ trung ương của chúng ta là các công ty tín dụng có thể lực không tự giác làm những việc mà cuối cùng cũng chỉ phục vụ cho quyền lợi của bản thân họ cũng như cho lợi ích chung của quốc gia. (tr. 255)

... dường như không thể trông đợi các ngân hàng New York bù đắp cho hệ thống tiền tệ của thành phố số tiền cho vay mà các ngân hàng ngoại quốc đã thu hồi trong những trường hợp khẩn cấp... Chúng ta nên nhớ rằng một khi chịu thừa nhận trách nhiệm thì các ngân hàng New York cũng sẽ được hưởng những quyền lợi đặc biệt. London giữ được vị trí chỉ huy của nó trên thị trường tài chính quốc tế bởi lẽ nó được biết đến như một nơi mà tiền cho vay có thể được thu hồi ngay lập tức. Tương tự như vậy, chừng nào New York vẫn chưa thể thực hiện các nghĩa vụ của vai trò trung tâm tiền tệ quốc gia, chưa nói đến nghĩa vụ quốc tế tương lai, thì nó chưa thể và chưa sẵn sàng đáp ứng bất cứ yêu cầu hợp pháp nào đối với số tiền mặt mà nó đang nắm giữ. (tr. 273-4)

Hiển nhiên Sprague tin rằng thị trường cần một bộ máy ổn định và các ngân hàng không thể phụ thuộc vào Bộ Tài chính Hoa Kỳ trong việc đáp ứng những nhu cầu tiền mặt mang tính thời vụ. Nhưng ông cũng không tin các ngân hàng lớn và sinh lời nhiều nhất, ngoại trừ Bộ Tài chính Hoa Kỳ, nên gánh vác trách nhiệm này. Việc cần làm của họ là quan tâm đến những

đòi hỏi tiền mặt mang tính thời vụ, khả năng rút tiền từ phía các ngân hàng ngoại tỉnh, và trạng thái của cán cân thanh toán quốc tế. Không phải tất cả các ngân hàng New York phải có trách nhiệm này ngoại trừ các ngân hàng tính lãi suất dựa trên những khoản tiền gửi ngoại tỉnh, các ngân hàng lớn, các ngân hàng có quan hệ mật thiết với thị trường chứng khoán, và các thành viên đứng đầu trong Phòng Thanh toán Bù trừ New York.

Các ngân hàng hàng đầu New York thì lại rút ra một kết luận khác. Họ cho rằng chính sự thiếu mềm dẻo trong cơ cấu cung ứng tiền tệ đã gây nên những khó khăn này. Đây là quan điểm của Trường phái Ngân hàng và cũng là của học thuyết hối phiếu thực: nhu cầu cung ứng tiền tệ dựa trên cơ sở các hóa đơn giao dịch – thể hiện lượng dịch chuyển của hàng hóa ở thị trường trong nước và quốc tế – sẽ không thể gây ra lạm phát, và sẽ có độ mềm dẻo cần thiết thông qua việc chiết khấu tại các ngân hàng thông thường và tái chiết khấu tại ngân hàng trung ương. Không thể nghi ngờ điều này: “Các định luật tài chính được nhiều người biết đến, và chúng cũng đáng tin cậy như các định luật vật lý vậy.” Bài học mà Frank Vanderlip, Myron T. Herrick, William Barret Ridgely, George E. Roberts, Isaac N. Seligman, và Jacob H. Schiff rút ra từ cơn hoảng loạn năm 1907 là nên có một ngân hàng trung ương với cơ cấu cung ứng tiền tệ mềm dẻo.

Trên thực tế, sự mơ hồ trong việc chỉ định chính xác cơ quan nào sẽ gánh vác trách nhiệm cuối cùng có thể hữu ích ở góc độ nhất định. Nó đem lại một cảm giác không chắc chắn cho các ngân hàng khiến họ buộc phải trở nên độc lập hơn, miễn là nó không quá bất ổn đến nỗi làm thị trường mất phương hướng. Tại London người ta ngờ ngợ hiểu rằng không nên chính thức thiết lập một người cho vay cuối cùng mà chỉ nên làm điều đó vào những thời điểm xảy ra khủng hoảng. Các chính trị gia thiên về trực giác trong chính phủ Anh và các chủ ngân hàng thương mại cùng nắm quyền điều khiển Ngân hàng Anh cho rằng tốt hơn cả là không nên trao toàn bộ quyền lực xử lý khủng hoảng cho Ngân hàng Anh hay chính phủ, mà hãy để nó không rõ ràng. Cho dù một trách nhiệm như vậy được giao phó chính thức cho Ngân hàng Anh hay chính phủ thì áp lực từ công chúng cũng sẽ quá lớn đối với họ.

Sẽ không một cá nhân nào có thể gánh vác trách nhiệm trong một cộng đồng có quy mô quá lớn. Nếu chỉ có một cá nhân chịu trách nhiệm, áp lực phải hành động có thể sẽ vượt quá sức chịu đựng của người đó. Có lẽ giải pháp tối ưu là thành lập một nhóm nhỏ phối hợp chặt chẽ với nhau trong mối quan hệ đồng lãnh đạo. Họ phải có cùng khuynh hướng, phải có khả năng gây áp lực lên những tên lừa đảo và những kẻ ăn theo, và cuối cùng, phải có sự chuẩn bị tâm lý cho một trách nhiệm không hề đơn giản. Một dẫn chứng cập nhật hơn là tình trạng căng thẳng của những năm 1975-1976 khi toàn bộ các viên chức New York, các công đoàn, các ngân hàng, các bang, và chính phủ Liên bang không thể thống nhất ai sẽ là người cho vay cuối cùng cho New York. Chính sự không chắc chắn trên quy mô lớn và ở cấp cao này đã buộc các Yonkers, Buffalo, Boston, Philadelphia, và các thành phố khác phải nỗ lực tự mình đỡ lại nền kinh tế địa phương. Mặc dù cuối cùng thì việc cứu trợ New York cũng vẫn được thực hiện.

Bản báo cáo của Bonelli về cuộc khủng hoảng năm 1907 ở Ý đã vẽ nên một bức tranh cảm động bằng những mảng màu rối ren. Società Bancaria Italiana đang trên đà phá sản và đang kéo theo một loạt các doanh nghiệp tài chính nhỏ, doanh nghiệp thương mại và công ty công nghiệp khác. Một tập đoàn các ngân hàng lớn đóng góp vào một quỹ hỗ trợ. Ngân hàng Ý tham gia sớm và sâu, dường như rất nhiệt tình. Bộ Tài chính cuối cùng cũng vào cuộc sau khi Stringher, thống đốc Ngân hàng Ý, khẳng khái đề xuất; nó trả trước các khoản lãi suất của khoản nợ quốc gia và nhờ thế giúp xoa dịu cuộc khủng hoảng thanh khoản. Bonelli nhìn nhận, trong trường hợp cả Ngân hàng Ý và chính phủ đã cùng tham gia can thiệp, thì có thể sẽ phát sinh sự thiếu quyết đoán khi nền kinh tế hoạt động trong hơn mười năm mà không có ai quản lý. Ngoài ra, sự thiếu chặt chẽ trong mối quan hệ giữa các thành phố Turin, Genoa, Milan, và Rome, có thể đã gây nên những bất ổn, cảnh chộp giật, và sự thiếu quyết đoán làm phát sinh khó khăn.

Năm 1846, Hạ viện cho rằng một số bất trắc là không tránh khỏi, “xem xét tính bất khả thi của việc dự đoán chính xác tình hình tài chính trong tương lai, chúng ta thấy sẽ thiết thực hơn nếu để cho các đơn vị tham gia thị trường tự áp dụng các biện pháp tốt nhất đối với họ trong những trường hợp khẩn cấp và gánh vác một phần trách nhiệm cho chính phủ.”. Ngày

4/6/1844, Ngài Robert Peel cũng đưa ra lời tuyên bố sau đây về Hối phiếu Ngân hàng:

Sự Tự tin của tôi không hề bị lung lay rằng chúng tôi đã thận trọng thực thi tất cả những biện pháp Phòng ngừa mà luật pháp cho phép trước Sự tái diễn của một cuộc Khủng hoảng tài chính. Nó có thể vẫn xảy ra bất chấp sự Phòng ngừa của chúng tôi, và nếu cần đến một Trách nhiệm lớn lao, tôi dám chắc Loài người sẽ sẵn sàng chấp nhận một Trách nhiệm như vậy.

Một người từng đảm đương trọng trách đã bị lâm vào khó khăn. George Harrison, chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York vào cuối thập niên 1920, đã tăng chiết khấu tại thời điểm mà thị trường chứng khoán đang sụp đổ, tháng 10/1929. Harrison đã rời đi chỉ thị từ Ban Lãnh đạo Washington khi mua đến 160 triệu đô-la công trái trên thị trường mở trong tháng 10 và 210 triệu nữa trong tháng 11. Ban Lãnh đạo Washington vốn có hiềm khích với ngân hàng New York vì hệ thống này y thế cậy quyền dưới thời Benjamin Strong, mà Harrison lại là người có tư tưởng giành quyền lực bằng phong cách lãnh đạo nghiêm khắc tương tự như Strong, cho nên họ cũng tỏ ra hết sức hà khắc đối với Harrison. Sự mơ hồ trong việc xác định liệu sẽ có một người cho vay cuối cùng hay không và nếu có thì ai sẽ đảm đương vai trò này có thể là giải pháp tối ưu trong một xã hội gắn kết, nhưng với sự bất đồng trong kinh nghiệm và tầm nhìn giữa Washington và New York, thì nó đã gây bất lợi cho việc tìm ra một giải pháp hiệu quả hơn để đối phó với vụ sụt giá cổ phiếu năm 1929.

Không có dấu hiệu phê bình hay chỉ trích nào khi Cục Dự trữ Liên bang, dưới quyền của chủ tịch Alan Greenspan, triển khai hoạt động mạnh mẽ trong thị trường mở ngay sau ngày 19/10/1987 và rút những đồng tiền quyền lực để sử dụng công thức của Bagehot. Dự trữ Liên bang dưới thời Greenspan đã cung cấp thanh khoản để đối phó với Cuộc khủng hoảng Tài chính châu Á năm 1997, với thất bại của hệ thống tài chính Nga và sự sụp đổ của LTCM vào mùa hè năm 1998, để đề phòng sự cố Y2K trong một vài tháng cuối năm 1999, và để ổn định hóa sau vụ giá cổ phiếu giảm mạnh trong những năm 2000-2001.

Nên cho ai vay và với điều kiện gì?

Công thức mà Bagehot vạch ra khuyến khích cho vay tới tất cả những người có thể cung cấp thế chấp lành mạnh. Nhưng trong cuộc thẩm tra năm 1875, hai năm sau khi xuất bản cuốn Lombard Street (Phố Lombard), Bagehot đã phản đối đề xuất một cơ quan cố vấn thuộc chính phủ sẽ tiếp quản cương vị người cho vay cuối cùng. Theo ông, cơ quan này có thể sẽ cho vay tới “những người không thích hợp”. Chính phủ thường có nhiều mục đích chính trị khác nhau, trong khi đó Ngân hàng Anh là “một cơ quan độc lập với hệ thống chính trị và không chịu ảnh hưởng của áp lực chính trị”.

Nhưng trên thực tế quan điểm của Bagehot – cho rằng mọi hoạt động của các ngân hàng trung ương hoàn toàn không có động cơ chính trị – dường như quá ngây thơ. Tính hai mặt của việc cung cấp cho vay trên thế chấp hợp lý là sự “hợp lý” đó phụ thuộc vào việc khi nào khủng hoảng chấm dứt và liệu nó có chấm dứt hay không. Khủng hoảng càng kéo dài, chứng khoán, hối phiếu, và hàng hóa càng sụt giá mạnh hơn và vật thế chấp càng mất giá hơn. Trong trường hợp này các ngân hàng sẽ chuyển sang đánh giá khả năng của người đi vay. Một bản báo cáo cho biết đó là những gì đã xảy ra tại ngân hàng J.P. Morgan. Có một câu châm biếm rằng các ngân hàng sẽ chỉ cho vay tới những người không cần đến nó.

Hoạt động của các ngân hàng trung ương thường bị chi phối bởi những quy tắc nhất định, chẳng hạn như Đạo luật Dự trữ Liên bang năm 1913 quy định Dự trữ Liên bang chỉ được phép phát hành tiền giấy và tiền gửi không kỳ hạn dựa trên mức dự trữ vàng và các loại hối phiếu có thể thương lượng được (trừ chứng khoán chính phủ). Nếu tuyệt đối không thể vi phạm các quy tắc như thế này thì ngân hàng trung ương thường không đủ linh hoạt để xử lý trong các trường hợp cần thiết, nhưng điều đó không có nghĩa là nó nên tiện lờ đi những quy tắc đó. Bức thư bảo lãnh mà Bộ trưởng Tài chính đưa ra là hết sức khôn ngoan; nó vừa giữ gìn lại vừa vi phạm quy tắc mà không tạo nên tiền lệ mới, ít nhất là trong một khoảng thời gian. Đôi khi Ngân hàng Pháp và ngân hàng trung ương Đức, Reichsbank, chỉ chấp nhận chiết khấu hối phiếu ba tên. Người cho vay cuối cùng có quyền từ chối các hối phiếu mà nó cho là “không lành mạnh”, và từ chối những người đi vay mà nó đánh giá là “không đủ tư cách”. Quyết định của người cho vay cuối cùng có ảnh hưởng đến sự tồn tại của nhiều doanh nghiệp và

không phải ai cũng có thể sử dụng khách quan một quy ền lực như thế. Các tài liệu tài chính đ ầy rẫy những vụ bu ộc tội mua chu ộc đ ối với giám đốc các ngân hàng trung ương. Người ta nghi ngờ các giám đốc theo đạo Tin lành và Do thái của Ngân hàng Pháp đã thiên vị đ ối với Comptoir d'Escompte năm 1888 vì họ có người quen trong ngân hàng này, trong khi đó lại tàn nhẫn trừng phạt Union Générale năm 1882 vì những người ủng hộ nó theo đạo Thiên chúa (hoặc tệ hơn). Trong khủng hoảng năm 1772, Ngân hàng Pháp ban hành luật mới về chiết khấu và việc nó liên tục từ chối chiết khấu các hối phiếu đáng ngờ khiến một số người chỉ trích đây như một nỗ lực trả thù hành vi đ ầu cơ của một số công ty của người Do thái có trụ sở ở Amsterdam. Ngân hàng Pháp cũng đã quyết định từ chối hối phiếu của các ngân hàng Scotland r ồi cuối cùng tiến đến chấm dứt mọi hoạt động chiết khấu; có thể hiểu đây như “một quyết định có tính toán nhằm chơi khăm một nhóm đ ầu cơ người Hà Lan”. Những người ngoài cuộc đặc biệt bị ảnh hưởng. Việc Ngân hàng Hoa Kỳ được phép phá sản ở New York vào tháng 12/1930 cũng bị nghi ngờ như một sự trừng phạt cho những chính sách độc đoán của nó.

Thói quen chiết khấu tất cả các hối phiếu tốt phát triển dần dần ở Anh. Năm 1793, Ngân hàng Anh tuyên bố, mọi hối phiếu cần có chữ ký của các doanh nghiệp lớn tại London và có hiệu lực không nhiều hơn hai tháng, thế nhưng trong khi từ chối một yêu cầu từ Manchester (và một yêu cầu khác từ Chichester, nơi mà sự từ chối đã khiến một ngân hàng bu ộc phải phá sản), Ngân hàng Anh lại hỗ trợ 40.000 bảng cho các ngân hàng Liverpool. Chỉ cho đến tháng 7/1816, Ngân hàng Anh mới chịu phá bỏ t iền lệ này và đồng ý chấp nhận “các chứng khoán t ĩnh đủ tư cách nếu doanh nghiệp không thể thu thập được những cái tên London”.

Trên thực tế, Ngân hàng Anh hỗ trợ một phạm vi rộng các loại tài sản khác nhau chứ không riêng gì hối phiếu hai tên. Năm 1816, bất chấp quy tắc không cho vay trên biên bản thế chấp, Ngân hàng Anh vẫn thực hiện một “Giao dịch vượt ra ngoài phạm vi Hoạt động”, nhằm xoa dịu tình trạng căng thẳng lúc bấy giờ của những người nghèo trong khu vực Black Country . Ban đầu Ngân hàng Anh kiên quyết chỉ cho vay “trên các hối phiếu phù hợp”, nhưng chỉ một vài năm sau, nó bắt đầu tham gia kinh doanh các biên bản thế chấp như một ngân hàng thông thường. Nó lấy lý

do khối lượng chiết khấu và đặc biệt là thu nhập từ chiết khấu đang suy kiệt – một mục đích cá nhân hơn là mục đích công. Tại một thời điểm, Ngân hàng thậm chí còn cho vay trên chứng khoán biên bản thế chấp của một nông trang ở West Indies (cuối cùng thì Ngân hàng tịch thu tài sản để thế nợ đối với khoản cho vay này) và một mảnh đất chưa được cải tạo ở Anh. Mảnh đất này được giải thoát bằng biên bản thế chấp và thuộc quyền sở hữu của một công tước. Điều đó cho thấy vật thế chấp và tư cách (hay địa vị) của người đi vay không hẳn là không liên quan. Ngân hàng Anh không chấp nhận thế chấp bằng đất đai ở Scotland và Ai-len.

Với sự phát triển của ngành đường sắt, Ngân hàng Anh bắt đầu cho vay trên thế chấp bằng các giấy nợ đường sắt. Năm 1842 khi cơn điên loạn ngành đường sắt bắt đầu, nó đã bỏ phiếu đồng ý cho vay tới các doanh nghiệp gặp khó khăn hoặc các doanh nghiệp đã vượt qua thử thách. Năm 1852, Ngân hàng Pháp bắt đầu thực hiện cho vay tới một liên hiệp đường sắt; quyết định này khiến nó bị buộc tội hỗ trợ, hay thậm chí là khởi đầu, cơn sốt đầu cơ ngành đường sắt. Theo Walter Bagehot, Ngân hàng Anh đã sai lầm khi không cho vay trên các giấy nợ đường sắt mà lại chấp nhận công trái hợp nhất và chứng khoán Ấn Độ. Bagehot nhận định, một tuyến đường sắt có ít khả năng gặp phải những tai nạn không thể lường trước được hơn so với Đế chế Ấn Độ. Tuy nhiên chứng khoán Ấn Độ lại được Bộ Thuộc địa Anh bảo lãnh và do đó thuộc vào trách nhiệm của chính phủ nước này.

Về mặt nguyên tắc, các hối phiếu Bộ tài chính sẽ được phát hành trên cơ sở thế chấp bằng hàng hóa, chẳng hạn như chứng khoán Bộ Hải quân ở Hamburg. Nhưng theo như Clapham quan sát, nhiều khoản hỗ trợ của Ngân hàng Anh trong năm 1825 đã không thật sự dựa trên thế chấp hàng hóa mà là trên chứng khoán tư nhân. Nó cho vay tự do nhưng cũng không ”quá thoải mái”. Một vài tuần trong năm 1847, Ngân hàng hỗ trợ 2.25 triệu bảng Anh theo cả cách thông thường lẫn cách không thông thường và qua việc chấp nhận chứng khoán của Company of Copper Miners (Công ty Khai thác đồng đỏ), nó đã vô tình mua lại một công xưởng đồng đỏ.

Quy tắc ở đây là chẳng có quy tắc nào cả. Thường thì người ta sẽ không cho vay tới một ngân hàng không còn khả năng chi trả, trừ một số ngoại lệ

nhất định. Có thể Ngài Thị trưởng Thành phố London đang có nguy cơ phá sản. Cũng có thể vì một lý do nào đó người ta cần kéo dài thời hạn chi trả cho một khoản tiền lương ở Newcastle, một thành phố quá quen với các loại tai họa liên quan đến ngành ngân hàng. Ngân hàng Pháp chưa từng chiết khấu đến 4 triệu frăng cho bất kỳ ai trừ thủ tướng Jacques Laffitte khi Samuel Welles, một chủ ngân hàng Mỹ, yêu cầu năm 1837. (Phiên giao dịch Laffitte là một ngoại lệ và nó bao hàm động cơ chính trị.) Tổng Hội đồng không thể bỏ rơi một ngân hàng quan trọng đến vậy và một dòng tín dụng trị giá 15 triệu frăng được cấp phát. Trong khủng hoảng 1830, Ngân hàng Pháp đã chiết khấu từ trái phiếu hoàng gia và trái phiếu thị chính, cho đến các biên lai hải quân, các hóa đơn cất gỗ, các khoản nợ của thành phố Paris, và các trái phiếu sông đào có thể được hoàn trả bằng xổ số.

Nhiều quyết định mà người cho vay cuối cùng buộc phải đưa ra tương đối dễ dàng, ví dụ như liệu có nên chiết khấu các hối phiếu Bộ tài chính hay không. Nhưng cũng có những trường hợp khi mà tính hợp lý của vật thế chấp và tư cách của người đi vay không rõ ràng, thì việc đưa ra quyết định trở nên không hề đơn giản chút nào. Hàng loạt các công ty không được cứu trợ, bị buộc phải phá sản và phải trả hết 20 si-ling cho mỗi bảng đi vay. Hàng loạt các ngân hàng được hỗ trợ trong cuộc khủng hoảng này lại sụp đổ trong cuộc khủng hoảng tiếp theo. Trang 241 trong phần phụ lục của một cuốn sách mà Evan viết về cuộc khủng hoảng thương mại năm 1857 đây rầy các vụ phá sản ở Anh trong giai đoạn 1849-1858. Một trang sách đáng buồn. G. T. Braine, người bị Ngân hàng Anh từ chối cho vay ngắn hạn năm 1848, đã trả hết 20 si-ling cho mỗi bảng và kết thúc với lợi nhuận gấp đôi mức dự tính ban đầu. Người ta cũng tìm thấy những đơn kiến nghị phá sản mà Ngân hàng đưa ra, chẳng hạn như khi nó yêu cầu Cruikshank, Melville & Co. thanh toán số tiền còn lại của một hối phiếu mà một công ty đã phá sản chỉ chịu chi trả 12 si-ling 6 xu cho mỗi bảng.

Ngay cả phán quyết của lịch sử cũng không phải luôn hữu ích. Đầu tiên thì Ngân hàng Anh từ chối giúp ba “ngân hàng W” của Mỹ (Wiggins, Wilson, Wildes) trong mùa đông năm 1836. Sau đó nó có vẻ vui lòng và hỗ trợ tín dụng cho họ vào tháng 3/1837. Andréadès cho rằng Ngân hàng đã tiến một bước táo bạo và nó sẽ không có cơ hội hối hận vì lòng dũng cảm thái quá của mình. Tuy nhiên Clapham nhận định, Ngân hàng buộc phải cho vay

một cách bất đắc dĩ và nó đã không mấy ngạc nhiên khi Wilson và Wiggins phá sản cuối tháng 5, rồi sau đó đến Wildes. Dù thế nào chăng nữa đây vẫn là “một câu chuyện dài và thê lương về khoản nợ kéo dài 14 năm”. Theo Matthews, sự hỗ trợ của Ngân hàng Anh “trong hy vọng hão huyền rằng các ngân hàng W sẽ không sụp đổ có thể là một quyết định sai lầm, nhưng nguyên tắc mà nó dựa trên là hoàn toàn lành mạnh”.

Nên cho vay vào thời điểm nào và cho vay bao nhiêu?

“Quá ít và quá muộn” là một trong những thành ngữ đáng buồn nhất trong từ điển của nghiệp vụ ngân hàng trung ương. Nhưng bao nhiêu cho đủ và khi nào mới là đúng thời điểm?

Quy tắc của Bagehot là ngân hàng trung ương nên cho vay tự do kèm theo một tỷ lệ phạt. “Tự do” ở đây chỉ áp dụng với những người đi vay có khả năng chi trả và với thế chấp tốt, ngoại trừ một số ngoại lệ không tránh khỏi. Điều này có nghĩa là ngân hàng trung ương cần tránh thực hiện những thủ đoạn mà đôi khi nó tự cho phép mình làm trong một số cuộc khủng hoảng. Đầu năm 1772, Ngân hàng Anh đã cố gắng kìm hãm sự buôn bán quá khả năng vốn bằng cách hạn chế chiết khấu một cách có lựa chọn và nó đã bị chỉ trích. Năm 1797, Ngân hàng bắt đầu chia chiết khấu theo tỷ lệ. Foxwell cho rằng một chuyện tương tự cũng xảy ra vào năm 1809. Khi ngân hàng trung ương cảm thấy mình đang chiết khấu quá nhiều, nó có thể khép chặt các ràng buộc trong việc phê chuẩn tính phù hợp của vật thế chấp, thay đổi kỳ hạn của một hối phiếu được coi là hợp lệ từ 95 hay 90 xuống còn 65 hay 60 ngày, hoặc thêm vào số lượng chữ ký cần thiết. Tháng 5/1783, sau khi chiết khấu quá nặng nề cho khách hàng của chính nó, Ngân hàng Anh đã buộc phải từ chối hỗ trợ các đơn đặt mua công trái phát hành năm đó. Clapham nhận định, quả là may mắn khi không một thảm họa tư nhân hay quốc doanh có thể dẫn đến khủng hoảng nào xảy ra vào mùa hè năm ấy, khi đó là thời điểm mà Ngân hàng đã không còn đủ khả năng ngăn chặn. Trong trường hợp này, Ngân hàng đang hoạt động như một ngân hàng tư nhân lo lắng cho sự an toàn của bản thân hơn là một cơ quan quốc doanh với trách nhiệm cung cấp sự an toàn và sự ổn định cho toàn bộ hệ thống tài chính quốc gia.

Ngoài cơ cấu chiết khấu, người cho vay cuối cùng có thể cung cấp vốn cho hệ thống tài chính thông qua việc thu mua trên thị trường mở. Nhưng Ngân hàng trung ương nên mở rộng mức cung tiền tệ lên bao nhiêu? Liệu số tiền 160 triệu đô-la trong tháng 10/1929 và 210 triệu nữa trong tháng 11 năm đó có thật sự thỏa đáng? Theo quan điểm của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York thì không. FED New York đang hoạt động dưới sự chỉ thị của Ban Lãnh đạo Washington và họ chỉ cho phép nó mua 25 triệu đô-la công trái một tuần. Nó vi phạm quy tắc trong tháng 10 khi bỏ ra 160 triệu. Ngày 12/11 FED New York đề nghị ban lãnh đạo xóa bỏ hạn mức 25 triệu một tuần, đồng thời cho phép Ủy ban Đầu tư Thị trường mở mua 200 triệu đô-la công trái cho hệ thống. Sau một thời gian thương lượng đáng kể, ban lãnh đạo miễn cưỡng phê chuẩn yêu cầu này vào ngày 27/11, và 155 triệu đô-la công trái đã được thu mua giữa ngày 27/11 và ngày 1/1/1930. Cho đến thời điểm này, dòng chiết khấu đã chảy đi nhanh chóng và lãi suất đã suy giảm mạnh mẽ; vai trò của một người cho vay cuối cùng – cung cấp thanh khoản cho các khoản cho vay không kỳ hạn trên thị trường – do đó trở nên không còn cần thiết.

Một số người theo chủ nghĩa tiền tệ tỏ ra nghi ngờ vai trò của người cho vay cuối cùng. Friedman và Schwartz đồng tình với Bagehot khi trích dẫn quan điểm của ông về việc không nên để khủng hoảng bị khan hiếm. Họ khẳng định hành vi của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York khi thu mua 160 triệu đô-la trong tháng 10/1929 là “đúng lúc và hiệu quả”. Tuy nhiên, họ vẫn hoài nghi tuyên bố của Harrison về việc thu mua trên thị trường mở sẽ giúp duy trì các hoạt động trên thị trường chứng khoán. Một quan điểm cực đoan của chủ nghĩa tiền tệ cho rằng hoạt động thị trường mở trong giai đoạn đó chính là nguyên nhân dẫn đến sự gia hạn lạm phát tín dụng trong thập niên 1920. Phần lớn các nhà tiền tệ học tin rằng không nhất thiết phải có một người cho vay cuối cùng chừng nào mức cung tiền tệ còn gia tăng với tốc độ ổn định. Khi nhìn lại chúng ta có thể thấy các hoạt động thị trường mở là rất không thỏa đáng trong các tuần từ giữa tháng 10 đến cuối tháng 11/1929. Chúng đã cho phép hệ thống ngân hàng New York tiếp quản các khoản cho vay không kỳ hạn của các ngân hàng ngoài tỉnh, đồng thời làm giảm mức tín dụng cho các hoạt động thu mua cổ phiếu, hàng hóa, bất động sản, khiến những mặt hàng này mất giá và thúc đẩy tiến trình suy thoái.

Cách chọn thời điểm của Cục Dự trữ Liên bang dưới thời Alan Greenspan trước vụ phá sản hàng loạt vào Ngày thứ Hai đen tối trong tháng 10/1987 là hoàn hảo. Trong giai đoạn này, nó cũng đã hỗ trợ thành công thị trường tài chính Hoa Kỳ khi tránh được vụ sụp đổ của LTCM trong tháng 9/1998.

Chọn thời điểm là một bài toán rất đặc biệt. Khi ph ần vinh lên đến đỉnh điểm, người ta cần phải làm cho nó chậm lại mà không thúc đẩy một cơn hoảng loạn. Sau khi một vụ phá sản hàng loạt diễn ra, điều quan trọng là phải đợi đủ lâu để các doanh nghiệp không còn khả năng chi trả phá sản một cách tự nhiên, nhưng không lâu đến mức để cho khủng hoảng lan ra các doanh nghiệp còn khả năng chi trả và đang cần thanh khoản, như Clapham mô tả, “trì hoãn cái chết của những tay bơi lội c ự phách”. Trong bài diễn văn tại cuộc tranh luận về hóa đơn bảo lãnh ngày 4/12/1857, Disraeli trích dẫn lời nói của một lãnh đạo “công ty chiết khấu vĩ đại nhất trên Phố Lombard”, một công ty không tên. Ông nói: “nếu không phải vì một số thông tin nội bộ đến tai tôi – ở mức độ mà dưới áp lực nặng nề có thể sẽ có khiến Chính phủ buộc phải can thiệp – tôi đã nên từ bỏ ý tưởng cố gắng thêm một chút nào nữa. Và chỉ với hiểu biết ngầm đó mà tôi đã tiếp tục công việc của mình.” Câu hỏi cần được đặt ra về tính công bằng trong thông tin nội bộ và trong sự hiểu biết ngầm, không phải là đối với người trong cuộc mà đối với người ngoài cuộc. Dù thế nào chăng nữa, lời bình luận kể trên đã nhấn mạnh tầm quan trọng của việc chọn thời điểm. Liệu quá sớm và quá nhiều có tốt hơn là quá ít và quá muộn hay không cũng khó có thể chỉ rõ.

Năm 1857, Bộ Tài chính Hoa Kỳ tham gia cứu trợ thị trường quá sớm và điều đó càng khiến thị trường thêm lạm phát. Năm 1873, câu trả lời lại đến quá chậm; đã không có một phản ứng nào trong suốt giai đoạn đầu tiên của năm. “Sự trì hoãn đáng tiếc của Phòng Thanh toán Bù trừ” mà Sprague nhắc đến ám chỉ sự chậm chạp của tất cả các cơ quan có thẩm quyền trong việc đối phó với cuộc khủng hoảng năm 1907. Nó đã kéo dài lâu hơn tất cả những cuộc khủng hoảng khác kể từ Nội chiến.

Nếu vai trò của người cho vay cuối cùng là cần thiết sau một cuộc ph ần vinh có tính đầu cơ, và nếu các công cụ mà người cho vay cuối cùng sử dụng không làm hạn chế tốc độ phát triển của ph ần vinh và không đẩy

nhánh tiến trình của sụp đổ, thì người cho vay cuối cùng sẽ phải đối mặt với bài toán số lượng và thời điểm. Những yếu tố này còn có ý nghĩa quan trọng hơn xét trên phạm vi các hoạt động trên thị trường mở so với một hệ thống chiết khấu. Bagehot đã chỉ rõ số lượng chuẩn để chiết khấu: chấp nhận toàn bộ thị trường – các công ty còn khả năng chi trả và có thể đưa ra thế chấp hợp lý – kèm theo một tỷ lệ tiền phạt. Quyết định của người cho vay cuối cùng trở nên khó khăn hơn trên thị trường mở, nhưng Bagehot đã đúng trong quan điểm không nên để thị trường khan hiếm. Khi nguồn tín dụng trong hệ thống đang cạn kiệt dần, cung cấp nhiều vẫn an toàn hơn là cung cấp ít, bởi lẽ mọi dư thừa phát sinh có thể được hiệu chỉnh về sau.

Chọn thời điểm là một nghệ thuật. Có thể nó chẳng nói lên điều gì, mà cũng có thể nói lên tất cả.

Chương 12: NGƯỜI CHO VAY CUỐI CÙNG QUỐC TẾ

Nguyên nhân cơ bản của việc thành lập một người cho vay cuối cùng quốc tế là do trong quá khứ, áp lực giảm phát luôn có xu hướng lan truyền từ quốc gia này đến quốc gia khác. Sự lan truyền này thường gắn liền với các thay đổi của tỷ giá hối đoái, đồng tiền bị phá giá khi tỷ giá cố định và giảm giá khi tỷ giá tự do. Sự phá giá của đồng markka Phần Lan năm 1992 đã truyền áp lực giảm phát sang Thụy Điển, một trong những đối thủ cạnh tranh chính của nó trong công nghiệp sản xuất và buôn bán gỗ xây dựng và các sản phẩm khác. Sự giảm giá của đồng bạc Thái, đồng đô-la Malaysia, đồng won Hàn Quốc trong sáu tháng cuối năm 1997 cũng truyền một xung lực giảm phát nặng nề đến Hoa Kỳ. Gia tăng thặng dư mậu dịch ở Nhật trong thập niên 1990 đã gây ảnh hưởng giảm phát lên các đối tác giao dịch chính của nó, đặc biệt là Hoa Kỳ.

Người cho vay cuối cùng quốc tế có một vấn đề mà không một người cho vay cuối cùng trong nước nào gặp phải. Cho đến khi trên thế giới còn tồn tại các loại tiền tệ khác nhau và các ngân hàng trung ương khác nhau thì những thay đổi trong tỷ giá hối đoái là điều không tránh khỏi. Một số thay đổi này là cần thiết, đặc biệt với các quốc gia có tỷ lệ lạm phát cao hơn các đối tác giao dịch của chúng. Hạ thấp giá trị hối đoái của đồng tiền một nước nào đó có thể là giải pháp kinh tế hơn để trở lại điểm cân bằng so với việc duy trì một mức hối đoái quá cao và để cho thất nghiệp gia tăng. Sự thay đổi của tỷ giá hối đoái cũng cần thiết đối với các quốc gia đang phải hứng chịu một cú sốc lớn mang tính cơ cấu, ví dụ như khi những đột phá trong công nghệ gây tổn thất đáng kể cho họ trên thị trường xuất khẩu, khi nguyên liệu thô trở nên khan hiếm, hoặc khi hiệu quả sản xuất của các nước đang trong thời kỳ đầu của quá trình công nghiệp hóa gia tăng. Tuy nhiên trong nhiều trường hợp, sự thay đổi tỷ giá hối đoái là không cần thiết nhưng vẫn được thực thi như một công cụ ít tốt kém hơn để đẩy mạnh công ăn việc làm trong nước và kích thích tăng trưởng kinh tế quốc nội.

Ngoài ra, thay đổi tỷ giá hối đoái cũng có thể là một công cụ tốn kém một cách không cần thiết để tái ổn định trước một cú sốc. Sự “tăng đột biến” của đồng nội tệ – khi giá trị hiện hành của nó cao hơn giá trị cân bằng dài hạn – gần như luôn gây ảnh hưởng giảm phát lên các loại hàng hóa giao dịch được của một quốc gia. Ngược lại, sự “giảm đột biến” của đồng nội tệ – khi giá trị hiện hành của nó thấp hơn giá trị cân bằng dài hạn – lại có xu hướng kích thích lạm phát. Hơn nữa, khi tiền tệ giảm giá mạnh, nó thường kéo theo hàng loạt các công ty kinh doanh và các ngân hàng phá sản trên phạm vi rộng.

Giai đoạn giảm đột biến của một loại tiền tệ thường xảy ra ngay sau giai đoạn tăng đột biến cũng của đồng tiền này. Sự xoay chiều đột ngột từ tăng đột biến thành giảm đột biến hầu như luôn bắt nguồn từ sự đổi chiều đột ngột trong hướng di chuyển của dòng vốn xuyên quốc gia. Do đó, bất kỳ một cơ quan nào được thành lập hoặc một chính sách nào được đưa ra có khả năng hạn chế phạm vi của tăng đột biến và giảm đột biến cũng sẽ giúp cải thiện phúc lợi kinh tế.

Trách nhiệm chính của một người cho vay cuối cùng trong nước là làm giảm khả năng sự thiếu hụt thanh khoản trong nước đẩy hàng loạt công ty vào tình thế vỡ nợ và buộc phải phá sản. Điều này sẽ không xảy ra nếu chúng ta ngăn chặn được những người bán để giải quyết khó khăn hoặc bán để dự phòng. Người cho vay cuối cùng trong nước không những phải từ chối các thể chế tài chính đáng bị phá sản do đầu tư liều mạng hay do kinh doanh không tốt, mà còn phải hỗ trợ các công ty lành mạnh đã vô tình bị rơi vào tình thế vỡ nợ do giá cả suy giảm hàng loạt và do sự chuyển tiếp sang thời kỳ giảm phát. Trong khi đó, trách nhiệm chính của một người cho vay cuối cùng quốc tế là cung cấp thanh khoản để hạn chế phạm vi của những thay đổi cần thiết trong tỷ giá hối đoái và ngăn ngừa những thay đổi không xuất phát từ đòi hỏi tự nhiên của nền kinh tế.

Quá trình mở rộng tín dụng quốc tế đã diễn ra trong ít nhất là bốn thế kỷ. Chính phủ các quốc gia bắt đầu đi vay nước ngoài. Các ngân hàng tư nhân trong nước bắt đầu trông cậy vào những đối tác quốc tế để đối phó với nhu cầu rút tiền đột ngột. Trong thập niên 1920, lần đầu tiên người ta chứng kiến nguy cơ thiếu hụt thanh khoản quốc tế, chính xác hơn là nguy

cơ thiếu hụt đồng vàng. Nguy cơ này xuất phát từ quan điểm cho rằng một khi giá cả trong nước tăng lên ngay sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, mức cung ứng vàng sẽ suy giảm cũng như mức cầu về vàng sẽ gia tăng, cả ở khu vực tư nhân lẫn quốc doanh. Hơn nữa, người ta lo ngại việc thành lập một sở ngân hàng trung ương mới trong khu vực từng được gọi là đế chế Áo-Hung sẽ kéo theo mức cầu về đồng vàng gia tăng. Trong thập niên 1920, với sự tài trợ của Liên minh Các Quốc gia (the League of Nations), một số hội nghị được tổ chức trước yêu cầu ngân hàng trung ương các nước phải giữ tỷ lệ tài sản dự trữ quốc tế cao hơn dưới dạng chứng khoán có khả năng thanh toán chủ yếu bằng đồng bảng Anh, đồng đô-la, và các loại tiền tệ khác.

Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) được thành lập trong thập niên 1940 nhằm để dàn xếp chính thức việc mở rộng tín dụng giữa chính phủ của các quốc gia, và nhằm trợ giúp họ đối phó với các cuộc khủng hoảng hối đoái. Người ta tin rằng phần lớn các hành vi cạnh tranh tiêu cực giữa các quốc gia trong giai đoạn giữa hai cuộc chiến tranh – một nguyên nhân dẫn đến Chiến tranh thế giới thứ hai – có nguồn gốc từ sự thiếu hụt tín dụng quốc tế. Một nước thường đưa ra các chính sách hối đoái và giao dịch là để kích thích tăng trưởng việc làm trong nước. Vấn đề ở chỗ các chính sách có lợi cho một nước nhất định có thể sẽ gây tổn thất cho nền kinh tế toàn cầu. Khi một quốc gia trở thành thành viên của IMF, nó sẽ cam kết hạn chế phạm vi dịch chuyển giá trị hối đoái của đồng nội tệ xung quanh mức ngang giá. Đồng thời nó cũng đồng ý tìm kiếm sự đồng thuận của IMF trước khi thay đổi mức ngang giá quá mức cho phép. Các thành viên trong IMF sẽ đóng góp vào một quỹ vàng và tiền tệ mà từ đó, một nước thành viên có thể đi vay để hạ thấp mức thâm hụt cán cân thanh toán.

Sự phá giá đồng tiền của một quốc gia gần như luôn cải thiện vị thế cạnh tranh quốc tế và làm giảm thâm hụt mậu dịch cho quốc gia đó. Mức độ cải thiện phụ thuộc vào thời gian và sẽ gia tăng trong dài hạn, một khi các doanh nghiệp trong nước đẩy mạnh xuất khẩu và nâng cao khả năng sản xuất các loại hàng hóa cạnh tranh được với hàng nhập khẩu. Hệ quả là đồng tiền nước này có thể sẽ giảm giá mạnh trong một khoảng thời gian ngắn, trước khi các cơ cấu cung cầu kịp thay đổi và mức thâm hụt mậu dịch quốc gia kịp giảm xuống giá trị cân bằng mới. Trong giai đoạn diễn ra

các hiệu chỉnh như thế, một số kẻ cơ hội có thể sẽ đi giao dịch ngoại tệ và đi đầu đó khiến đồng tiền trong nước càng giảm giá mạnh hơn.

Giảm đột biến và tăng đột biến là không tránh khỏi một khi có những thay đổi về lượng trong dòng vốn xuyên quốc gia. Phạm vi giảm đột biến và tăng đột biến thường mở rộng với sự góp mặt của những kẻ đầu cơ ngoại tệ và tin vịt “xu hướng là bạn”. Trong những năm gần đây, câu nói “chu kỳ tích cực và tiêu cực” được dùng để mô tả các hành vi trong thị trường giao dịch ngoại tệ. Một thế hệ các nhà kinh tế học trước đó đã sử dụng thuật ngữ “đầu cơ gây mất ổn định” để ám chỉ đi đầu tương tự.

Sự hiệu chỉnh giá trị hối đoái có thể xảy ra trong điều kiện tốt, nhưng cũng có khi nó lại đến vào những thời điểm không mấy thuận lợi. Năm 1994 và 1995, Mexico đang cần hạ thấp giá trị hối đoái của đồng peso vì tài khoản vãng lai của thâm hụt quá lớn tới mức không bền vững. Tỷ lệ thâm hụt tài khoản vãng lai tính trên GDP cần phải suy giảm xuống đến 3-4% GDP. Sự suy giảm không tránh khỏi này sẽ gây ảnh hưởng sâu sắc lên tỷ lệ tiết kiệm ở Mexico, vị thế tài khóa của chính phủ Mexico, và GDP nước này. Khi cú sốc diễn ra, dòng vốn ra nước ngoài từ Mexico rò rỉ mạnh, và tỷ lệ cán cân tài khoản vãng lai Mexico trên GDP của nó thay đổi đến 10-12%. Một cú sốc quá lớn đối với nền kinh tế Mexico.

Cũng có thể dùng một tập hợp báo cáo như trên để nói về sự suy giảm giá trị hối đoái của đồng peso Argentina năm 2001. Những khó khăn mà nền kinh tế Hàn Quốc gặp phải sau khi đồng won mất 1/3 giá trị của nó trên thị trường ngoại hối vào tháng 12/1997 cũng vẽ nên một bức tranh tương tự; trước khủng hoảng, thâm hụt tài khoản vãng lai của Hàn Quốc chỉ ở mức 1% GDP. Ở Indonesia, phạm vi tăng đột biến của đồng rupia trong suốt cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á là vô cùng lớn.

Mặc dù tăng đột biến và giảm đột biến chỉ là hậu quả tất yếu của những thay đổi trong chiều hướng và phạm vi của dòng vốn quốc tế, nhưng chúng có tác động thực tế vô cùng mạnh mẽ lên nền kinh tế quốc nội và một số tác động này là lâu dài. Đôi khi các nhà phân tích đánh giá thấp quy mô của những thay đổi trong các tỷ giá hối đoái mỗi khi một số loại tiền tệ dịch

chuyển sang giá trị cân bằng mới, đó là vì họ có xu hướng bỏ qua những tác động lâu dài của tăng đột biến và đặc biệt là của giảm đột biến.

Một người cho vay cuối cùng quốc tế sẽ giúp các quốc gia đi đầu tiết tỷ giá hối đoái của họ sao cho chúng luôn gắn liền với giá trị cân bằng dài hạn. Lịch sử ngành tài chính cho thấy, với sự thiếu vắng một người cho vay cuối cùng quốc tế, giai đoạn kinh tế ảm đạm sau khi một cuộc khủng hoảng tài chính kết thúc có thể sẽ kéo dài, như trong các năm 1873, 1890, và đầu thập niên 1930.

Một vấn đề trong việc phát triển người cho vay cuối cùng quốc tế là phải công thức hóa cơ cấu pháp luật và hệ thống các quy tắc chi phối hoạt động của nó. Thiếu vắng một đồng tiền quốc tế, người cho vay cuối cùng quốc tế sẽ cho vay dựa trên tiền tệ của một hay nhiều nước – hầu hết là những nước có mức tài sản dự trữ quốc tế hoặc thặng dư cán cân thanh toán lớn – tới các nước đang phải chịu mức thâm hụt cán cân thanh toán lớn. Lịch sử cho thấy người cho vay cuối cùng quốc tế thường cung ứng tiền tệ của quốc gia đang là trung tâm tài chính hàng đầu, có lẽ kèm theo tiền tệ của một số ít các quốc gia khác.

Trong thập niên 1930, chu kỳ giảm phát nợ đã dẫn đến phá sản doanh nghiệp, phá sản ngân hàng, và giảm giá hàng loạt. Khi một doanh nghiệp phá sản, hàng tồn kho của nó được bán ra và đi đầu này hạ thấp mức giá của các mặt hàng đồng thời làm giảm giá trị ròng của các doanh nghiệp khác cùng ngành. Phá sản doanh nghiệp làm gia tăng tổn thất cho vay của ngân hàng, khiến các ngân hàng hạn chế cho vay. Họ từ chối gia hạn các khoản cho vay đáo hạn vì cho rằng những người đi vay đang mất dần khả năng chi trả. Hàng hóa đồng loạt giảm giá có nghĩa là ngay cả với mức lãi suất danh nghĩa thấp, lãi suất thực tế có thể cao và chi tiêu dành cho đầu tư đang suy yếu.

Cuối thập niên 1990, Nhật ở giữa chu kỳ giảm phát nợ khi mức giá của nó suy giảm 1% mỗi năm và đi đầu đó kéo theo một số lượng vô cùng lớn những vụ phá sản doanh nghiệp. Hàng Kông gặp phải một chu kỳ giảm phát nợ kéo dài sáu năm sau Cuộc Khủng hoảng Tài chính châu Á và sau vụ bàn giao chủ quyền cho Trung Quốc. Việc hầu hết đồng tiền các nước

châu Á khác giảm giá đã khiến cho vị thế cạnh tranh quốc tế của các doanh nghiệp sản xuất tại Hồng Kông ngày một suy yếu.

Môi trường của người cho vay cuối cùng quốc tế khác với người cho vay cuối cùng trong nước ở hai điểm cơ bản. Thứ nhất, các cuộc khủng hoảng thanh khoản thường gắn liền với những thay đổi tỷ giá hối đoái. Thứ hai, hệ thống luật quốc tế luôn lỏng lẻo hơn so với hệ thống luật nội địa. Người cho vay cuối cùng quốc tế vừa phải cung cấp thanh khoản cho các nước để ngăn ngừa những thay đổi không cần thiết trong tỷ giá hối đoái, lại vừa phải hạn chế tối đa khả năng mà sự cung cấp thanh khoản này làm trì hoãn những thay đổi cần thiết trong giá trị hối đoái để giúp các quốc gia trở lại điểm cân bằng. Trong giai đoạn 1999-2000, Argentina có thói quen đi vay. Nó đi vay để tránh và trì hoãn những hiệu chỉnh cần thiết mà nền kinh tế đòi hỏi để nhằm khôi phục lại trạng thái cân bằng. (Sau khi đồng peso mất giá, Argentina tỏ ra lạnh nhạt với các chủ nợ và muốn họ bằng lòng thanh toán với 25 hay 30 xu cho mỗi đô-la đi vay.) Hơn nữa, ngay cả khi đang cần thay đổi giá trị hối đoái của đồng nội tệ, sự mở rộng tín dụng từ người cho vay cuối cùng quốc tế có thể sẽ giúp kìm hãm tối đa phạm vi giảm đột biến của đồng tiền này trong quá trình dịch chuyển đến giá trị cân bằng mới. Và cuối cùng, có một số thời điểm các quốc gia cần phải suy xét xem liệu có nên thay đổi giá trị hối đoái của đồng nội tệ hay không. Hoạt động kinh doanh phát triển vượt bậc, giá hàng hóa đồng loạt thay đổi, hay đơn giản chỉ là một phép màu đầu có thể xoay chiều cán cân thanh toán.

Điểm khác nhau cơ bản giữa người cho vay cuối cùng trong nước và người cho vay cuối cùng quốc tế chính là ở chỗ: những thay đổi trong giá trị hối đoái của đồng tiền các quốc gia chỉ tồn tại trong phạm vi quốc tế. Thông thường thì một người cho vay cuối cùng trong nước sẽ không hỗ trợ một doanh nghiệp đã không còn khả năng chi trả, ít nhất là tạm thời cho đến khi một công ty bảo lãnh tiền gửi hoặc một cơ quan chính phủ chịu bồi thường cho những tổn thất và thâm hụt vốn của doanh nghiệp đó. Đã có nhiều cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế liên quan đến những thay đổi trong tỷ giá hối đoái sau khi một số đồng tiền bị định giá quá cao. Vấn đề là phải xác định khi nào một quốc gia nên thay đổi giá trị hối đoái của đồng nội tệ vì một sự “mất cân bằng cơ bản” – IMF đã phổ biến thuật ngữ này khi hệ thống Bretton Woods về mức ngang giá đi đầu chỉnh được vẫn còn khả thi.

Chừng nào các quốc gia còn giữ được khả năng thay đổi giá trị hối đoái của các đồng nội tệ, người cho vay cuối cùng quốc tế sẽ còn phải trả lời câu hỏi: khi nào thì quyền sử dụng quỹ chung sẽ bị lạm dụng để trì hoãn sự thay đổi cần thiết trong giá trị hối đoái của một đồng nội tệ, và khi nào thì quyền này sẽ giúp một quốc gia tránh được sự thay đổi không cần thiết trong giá trị hối đoái của đồng tiền nước đó.

Số lượng và mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng tài chính trong 30 năm trở lại đây khá lớn. Một người cho vay cuối cùng quốc tế hiệu quả có thể cải thiện thực trạng này. Hãy xem xét một số cuộc khủng hoảng tiền tệ chính trong giai đoạn này:

- Mexico, Bazil và Argentina năm 1982
- Đồng bảng Anh, đồng lira Ý, và các đồng tiền châu Âu khác năm 1992
- Đồng peso Mexico năm 1994
- Đồng бат Thái, đồng đô-la Malaysia, và các đồng tiền châu Á khác năm 1997
- Đồng rúp Nga năm 1998
- Đồng real Brazil năm 1999
- Đồng peso Argentina năm 2001

Mỹ đã trích một gói hỗ trợ tài chính gửi cho Mexico năm 1995. Thái Lan, Hàn Quốc, Indonesia, Philippin đã nhận những dòng tín dụng lớn từ IMF sau khi đồng tiền các nước này giảm giá mạnh mẽ. Nga nhận một dòng tín dụng lớn từ IMF trong mùa xuân năm 1998, mặc dù sự phá giá của đồng rúp có vẻ như không tránh khỏi. Tương tự, Argentina cũng nhận được một dòng tín dụng khổng lồ từ IMF vào đầu mùa thu năm 2000, mặc dù gần như không thể duy trì mức ngang giá của đồng peso nước này so với đồng đô-la.

Cái nhìn lịch sử về các cuộc khủng hoảng quốc tế

Lịch sử của ngành ngân hàng trung ương cho thấy sự phân biệt rõ ràng giữa thất thoát bên trong và thất thoát bên ngoài. Thông thường thì một thất thoát bên ngoài có thể được xoay chiều bằng cách gia tăng lãi suất. Có một câu châm biếm rằng nếu lãi suất chiết khấu của Ngân hàng Anh tăng lên 1% thì có thể “kéo vàng từ mặt trăng”, mặc dù sẽ có một khoảng thời gian chậm trễ trước khi gia tăng lãi suất kịp kéo theo mức gia tăng mong muốn trong lượng dự trữ vàng của một quốc gia. Nếu các nhà đầu tư nhìn nhận gia tăng lãi suất chiết khấu như một dấu hiệu không tốt và bán tiền tệ, thì ngân hàng trung ương có thể sẽ cảm thấy cần phải đẩy cao lãi suất. Tại một số thời điểm, gia tăng lãi suất không phải là cách thỏa đáng để tái ổn định, có lẽ bởi vì giai đoạn chậm trễ thường quá dài mà thời gian thì hạn chế. Trong những lúc như thế này, việc nhận tín dụng từ bên ngoài thị trường có thể sẽ là cần thiết để tránh cho đồng nội tệ bị mất giá quá mạnh. Một ngân hàng trung ương có thể đi vay các ngân hàng trung ương khác. Các doanh nghiệp trong nước sở hữu tài sản ngoại quốc có thể bán ra và chuyển về khoản tiền thu được.

Đâu là chính sách chung hợp lý để giảm khả năng xảy ra của những cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế và cải thiện những ảnh hưởng xấu mà chúng gây ra? Trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 1846 và 1848, trái phiếu toàn châu Âu đồng loạt sụt giá, một số giảm đến 75%, và các ngân hàng Rothschild tại Paris, Vienna, Frankfurt đều đang trên đà phá sản. Vào lúc đó, Nathan Rothschild tại London, với sự giúp đỡ của Auguste Belmont, người đại diện cho gia tộc Rothschild ở New York, đã nhận trợ giúp mang tính cá nhân. Belmont chuyển bạc từ New York sang London. Số bạc này sau đó được chia cho các anh em Rothschild. Các ngân hàng trung ương cũng tham gia hỗ trợ bằng cách giữ mức lãi suất thấp, nhưng Nathan, với sự trợ giúp từ New York, mới chính là người cho vay cuối cùng đối với gia tộc Rothschild. Trong thập niên 1930, Paul và Felix Warburg của ngân hàng Kuhn, Loeb & Co. tại New York đã tiếp tế khối lượng tiền tệ tương tự cho người anh em của họ, Max Warburg, tại Hamburg, dùng tín dụng trị giá hơn 9 triệu đô-la.

Vai trò cho vay cuối cùng của các ngân hàng trung ương là những cỗ máy cung cấp tiền mặt. Năm 1694, Ngân hàng Anh đi vay 2 triệu florin từ Quốc hội Hà Lan để cho phép Bộ Tài chính Anh chuyển tiền đến cho lục địa châu

Âu – nơi quân đội Anh và các đồng minh đang cần hỗ trợ trong Cuộc chiến chín năm (Nine Years' War).

Trong những năm tiếp theo (1695-1697), Amsterdam tiếp tục trợ giúp Ngân hàng Anh tiếp quản các hối phiếu bị từ chối thanh toán tại Continent. Những người Hà Lan đòi 10% cho dịch vụ của họ – một tỷ lệ tiền phạt, theo ngôn ngữ của Beagehot. Nhưng xét cho cùng thì đây cũng là một hoạt động kinh doanh chứ không phải một khoản cung ích.

Trong cuộc khủng hoảng năm 1763, mặc dù cũng đang trong tình trạng thiếu thốn, Ngân hàng Anh và các ngân hàng tư nhân London vẫn cung cấp cho các ngân hàng giao dịch Hà Lan những dòng tín dụng lớn hơn cả số tiền được cấp phát trước đó trong các giai đoạn phồn vinh. Năm chuyển hàng chở vàng được chuyển đi trong tháng 8 và hai chuyển nữa trong tháng 9. Thêm vào đó, Ngân hàng Anh và một số ngân hàng khác cũng trì hoãn việc đòi nợ trên các hóa đơn chưa trả. Tuy nhiên theo Wilson, câu chuyện này không có chi tiết nào hoàn toàn xuất phát từ lòng vị tha. Trên thực tế, nó thể hiện một chính sách thực dụng và có cơ sở. Phồn vinh kinh tế của Anh liên quan mật thiết đến phồn vinh kinh tế của Hà Lan, và nếu Hà Lan tiếp tục lún sâu vào khủng hoảng thì nguồn vốn cho Vương quốc Anh cũng sẽ bị cắt giảm.

Khi cuộc khủng hoảng năm 1772 lên tới đỉnh điểm vào tháng 1/1773, mọi giao dịch giữa Anh và Hà Lan hoàn toàn bị tê liệt. Amsterdam cần được trợ giúp, và Wilson cho biết, chỉ có Ngân hàng Anh mới có thể cứu nguy cho thành phố này. Chủ nhật ngày mùng 10/1, Ngân hàng Anh vẫn mở cửa cho phép rút tiền đồng nếu có hối phiếu hoặc chứng khoán chính phủ. Từng đọt vàng bạc được chuyển đi trên chuyến tàu đầu tiên, và người ta kể lại rằng có một chủ ngân hàng Hà Lan đã rút đến 500.000 bảng. Cùng lúc đó, Ngân hàng từ chối chiết khấu các hối phiếu đáng ngờ và đi đầu đó khiến cho nhiều ngân hàng thuộc quyền sở hữu của những người Do thái phá sản. Cũng trong cuộc khủng hoảng này, Catherine Vĩ đại của Nga đã hỗ trợ các khách hàng tốt nhất của bà, giới thương nhân Anh. Đó là lần đầu tiên chứng kiến người Nga trợ giúp Tây Âu trong khủng hoảng.

Trong cuộc khủng hoảng năm 1825, có tin đồn rằng Ngân hàng Pháp đã góp phần khiến cho tình thế không mấy tốt đẹp của Ngân hàng Anh thêm phần tồi tệ. Tuy nhiên theo Clapham, trên thực tế Pháp đã sớm thực thi một hoạt động hợp tác tài chính quốc tế khi chuyển vàng đến cho London để đổi lấy bạc. Tại London, tỷ giá bạc chuyển đổi thành vàng cao hơn so với Paris (15,2 ăn 1, so với 14,625 ăn 1), và đi đầu này có nghĩa là phiên giao dịch trên có lợi. Nhưng gói cứu trợ 400.000 bảng (phần lớn bằng những đồng sovereign) từ các ngân hàng Rothschild tại Paris trong thứ hai ngày 19/12/1825 đã thật sự hữu ích. Vào lúc đó, các kết sất của Ngân hàng Anh gần như hoàn toàn trống rỗng sau khi một vụ rút tiền hàng loạt lên tới đỉnh điểm vào thứ bảy tuần trước.

Hai lần trong suốt cuộc khủng hoảng kéo dài từ năm 1836 đến năm 1839, Ngân hàng Anh đã tìm kiếm sự hỗ trợ từ Ngân hàng Pháp và thành phố Hamburg để duy trì tính thanh khoản. Lần thứ nhất, Ngân hàng Anh đã quy đổi các hối phiếu ở Paris để rút về 400.000 bảng. Năm 1838, Ngân hàng Anh lại dàn xếp một dòng tín dụng để đến năm 1839, nó rút từ dòng này 2 triệu bảng Anh, sử dụng Baring Brothers và mười ngân hàng Paris làm trung gian. Dòng tín dụng tương tự từ Hamburg cung cấp thêm một lượng vàng trị giá 900.000 bảng; sự dàn xếp này có lẽ được thiết kế để đồng thời hỗ trợ cho Hamburg vì thành phố này đang cần bạc. Tuy Ngân hàng Anh không phải là những người hay giao dịch vàng nhiều nhất, nó cũng đã gửi 320.000 đồng sovereign đến cho Hoa Kỳ trên ba chuyến, và 360.000 đồng sovereign nữa trên hai chuyến tiếp theo. Clapham cho biết, đó là một chuyện chưa từng xảy ra, và hành động này có hại bởi lẽ nó sẽ khuyến khích các ngân hàng Mỹ phát hành thêm chứng khoán vào thị trường Anh trong những năm 1838 và 1839. Nhưng ông thừa nhận, Ngân hàng Anh đủ khôn ngoan để nhận ra mối liên quan mật thiết về quyền lợi giữa Vương quốc Anh và Hoa Kỳ.

Theo một số nguồn tin từ Pháp, Ngân hàng Pháp đã đi vay 25 triệu frăng từ các nhà tư bản Anh trong sáu tháng cuối năm 1846. Một nguồn tin từ Anh cho biết, Ngân hàng Anh cũng đi vay số tiền này trong tháng 1/1847. Tại thời điểm đó, hoàng đế Nga ngỏ ý muốn mua 50 triệu frăng công trái 3% của Pháp, với mục đích hỗ trợ rót vốn cho việc nhập khẩu lúa mì mà Pháp và Vương quốc Anh đều cần. Phía Vương quốc Anh có lợi bởi lẽ người

Pháp sử dụng một nửa số tiền này để hoàn lại khoản tiền mà Anh đã ứng trước. Palmer, thống đốc Ngân hàng Anh, biểu lộ quan điểm trước Tiểu ban Đặc biệt của Nghị viện, rằng sẽ tốt hơn nếu có một thỏa thuận giữa Ngân hàng Anh với các ngân hàng trọng yếu ở Hoa Kỳ, Hamburg, Amsterdam, và Paris, thay vì chuyển vàng.

Sự hợp tác giữa các ngân hàng trung ương không hoàn toàn được tán thành. Winer viết, trong năm 1836, Ngân hàng Anh đã cảm thấy bị buộc phải thỉnh cầu sự trợ giúp từ phía Pháp “một cách vô cùng miễn cưỡng”. Ông cho biết, người Anh xem đây như một sự sỉ nhục, bởi lẽ đòi hỏi này đến vào lúc mà mối quan hệ giữa hai nước đang không mấy tốt đẹp, “nhất là khi người ta nói rằng một số môn đồ của Thiers đang khoe khoang về sự hào phóng của người Pháp... trong khi vẫn khẳng định người Pháp sẽ không vì bất cứ một lý do gì mà lặp lại việc làm này trong tương lai”. Đối với Thomas Tooke, đây chẳng khác nào một “thủ đoạn gây tai tiếng”, một nỗi “sỉ nhục quốc gia”. Ngân hàng Pháp bị một số người Paris chỉ trích vì tội thiếu trách nhiệm. Theo họ, Ngân hàng Pháp đã tìm kiếm lợi nhuận từ vụ dàn xếp với Anh thay vì để mắt đến những người Pháp đang cần được hỗ trợ.

Trong thập niên 1850 không có nhiều hoạt động hợp tác quốc tế diễn ra trong các giai đoạn khủng hoảng. Clapham viết, Ngân hàng Anh đã cân nhắc khả năng kết hợp với Ngân hàng Pháp trong tháng 11/1857, nhưng ông không chỉ rõ sự kết hợp này là gì, hay bất cứ thông tin nào khác ngoài kết luận rằng chuyện đó đã không đi đến đâu. Có lẽ sự kiện thú vị nhất là Silberzug vào tháng 12 tại Hamburg. Khi đó, Hamburg đang ở vào cuối của đường dây lan truyền khủng hoảng xuyên suốt từ New York (và Ohio) đến Liverpool, Continent, và đặc biệt là Scandinavia. Ngày 4/12, Thượng nghị viện quyết định huy động một quỹ 15 triệu mác, bao gồm 5 triệu bằng trái phiếu Hamburg và 10 triệu bằng bạc sẽ đi vay từ nước ngoài. Công việc tiếp theo là đi vay số tiền này. Thư thỉnh cầu được gửi đến các ngân hàng Rothchild, Baring, Hambros ở London, Fould ở Paris, nhiều cơ quan chính trị và cơ quan tài chính khác nhau tại Amsterdam, Copenhagen, Brussels, Berlin, Dresden, Hanover. Các yêu cầu lần lượt bị từ chối. Fould trả lời: “Thông điệp của các ngài không đủ rõ ràng.” Từ Berlin: “Bruck và Kaiser không có nhiều tham vọng tài chính đến thế.” Ngày 8/12, tất cả các ngân

hàng Hamburg, trừ ngân hàng của Heine, đều đang trên đà phá sản và các thuyền trưởng thì không buồn dỡ hàng vì lo ngại sẽ không được trả tiền. Tuy nhiên chính vào thời điểm đó, Vienna cho biết, nó sẽ nhận toàn bộ khoản cho vay này. Một con tàu chở bạc (có tên Silberzug) cập bến ít lâu sau.

Bạc được dỡ khỏi tàu. Các khoản cho vay bằng bạc được chuyển đến cho Merck, Godeffroy, và Berenburg, Gossler & Co., cùng một số ngân hàng hàng đầu khác và năm ngân hàng nhỏ hơn. Khủng hoảng kết thúc vào ngày 12/12 khi công chúng biết Hamburg đã có đủ số bạc cần thiết. Một số doanh nghiệp khẳng định họ không đòi hỏi gì thêm nữa khi lòng tin đã được phục hồi, trong đó bao gồm Donner & Co., doanh nghiệp mà ban đầu được phân phát 700.000 mác. Böhme, người cung cấp thông tin chi tiết nhất về cuộc khủng hoảng, cho biết, trong suốt nhiều năm liền, câu chuyện trên vẫn được nhắc đi nhắc lại mỗi khi những người Hamburg hay ngoài Hamburg nói chuyện về chủ đề tiền tệ. Bản chất chính trị của sự kiện viện trợ được bộc lộ trong các thông điệp ngoại giao của Anh. Từ Hamburg, lãnh sự quán Anh lưu ý, Vương quốc Anh đã gặp may khi nước cứu trợ Hamburg là Áo chứ không phải Phổ, bởi lẽ nếu không, Hamburg có thể sẽ phải chịu áp lực buộc phải gia nhập Zollverein. Ngày 29/12, một thông điệp được gửi đi từ Berlin đến Hamburg, kèm theo bản dịch của một báo cáo do Baron Manteuffel soạn thảo. Thông điệp giải thích tại sao Berlin đã không thể tham gia cứu trợ. Sự thiếu tham vọng mở ra hàng loạt những lời biện minh nực cười, mà trong đó Berlin nhấn mạnh rằng nó đã “bỏ lỡ cơ hội viện trợ một cách đáng tiếc”.

Căng thẳng kinh tế ở Scandinavia đã dịu đi khi cơn hoảng loạn tại Hamburg lắng xuống. Tuy nhiên, dẫn chứng tích cực của hoạt động viện trợ quốc tế chính thức là khoản cho vay vào ngày 18/12 từ phía Ngân hàng Anh dựa trên các kỳ phiếu của chính phủ Na Uy, nhằm hỗ trợ các hối phiếu quá hạn mà Ngân hàng Anh giữ của các ngân hàng Na Uy.

Tháng 11/1860, khi cuộc Nội chiến bùng nổ, cơn hoảng loạn tại New York đã thu hút tiền đồn từ Paris và London. Trước sự miễn cưỡng phải nâng lãi suất chiết khấu và thực trạng tỷ lệ vàng - bạc ở Pháp càng lúc càng chênh lệch so với thị trường, người Pháp đã buộc phải đổi 2 triệu bảng

bằng bạc lấy 2 triệu bằng vàng từ phía Ngân hàng Anh. Nguồn vốn thu được từ phiên giao dịch này đã không làm cho tình hình trở nên sáng sủa hơn. Do đó, trong năm 1861, Pháp tiến hành mua vàng ở London với mức cao hơn giá xuất khẩu. Sau đó, Ngân hàng Pháp dàn xếp qua các trung gian Rothschild và Baring để rút về số hối phiếu trị giá 2 triệu bằng từ London.

Không có một hoạt động hợp tác quốc tế nào diễn ra trong cuộc khủng hoảng năm 1873, nhưng có hai khía cạnh cho thấy bản chất chính trị nhạy cảm của việc giao dịch giữa các ngân hàng trung ương. Trong các báo cáo về giai đoạn 1872-73, Ngân hàng Anh liên hệ và phủ nhận một “tin đồn lỗ bịch” rằng nó từng nghĩ đến chuyện xin trợ cấp của Ngân hàng Pháp. Trong tuần thứ hai của tháng 11, thống đốc Ngân hàng Phổ (tiền nhiệm của ngân hàng Reichsbank, và Reichsbank chỉ mới được thành lập từ năm 1875) gửi một bức thư đến Ngân hàng Anh ngỏ ý muốn cho vay vàng, bây giờ và bất cứ khi nào người Anh cần trong tương lai. (Trước đó, Clapham đã nhận định, cả nước Đức đang say sưa với men chiến thắng và Berlin thì vênh váo như thể là con ếch trong truyện ngụ ngôn của Aesop.) Ngân hàng Anh từ chối lời đề nghị một cách lịch sự nhưng cộc lốc: “Ngân hàng chưa từng muốn một sự viện trợ như vậy trong quá khứ và bây giờ cũng vậy. Ngân hàng không cảm thấy cần thiết phải tận dụng sự dàn xếp mà quý ngài đã chân thành đề xuất.” Clapham nói thêm, đối với ngài thống đốc Ngân hàng Anh thì đề xuất từ gã trọc phú này có vẻ xấc xược.

Năm 1890, William Lidderdale, sau đó trở thành Thống đốc Ngân hàng Anh, đã tổ chức chuẩn bị trên hai mặt trận của cuộc khủng hoảng sẽ diễn ra ngay sau khi công bố chính thức tình hình tài chính của Barings. Ngoài việc bảo lãnh tiền gửi trong nước, ông cũng dàn xếp để chính phủ Nga không rút 2,4 triệu bằng tiền gửi tại Barings, và việc Ngân hàng Pháp cho vay lượng vàng trị giá 3 triệu bằng, Ngân hàng Nga cho vay lượng vàng 1,5 triệu bằng. Lidderdale nói với thống đốc Ngân hàng Pháp rằng lãi suất ngân hàng sẽ đem lại đủ số vàng kịp thời hạn, và chẳng có gì tai tiếng khi sử dụng các biện pháp khác thường để đối phó với một tai họa xảy ra đột ngột và khác thường. Dù thế nào chăng nữa, Lidderdale và Thành phố cũng không cảm thấy thoải mái khi đi hỏi xin viện trợ từ người Pháp và người Nga. Clapham diễn tả tình huống lúc bấy giờ: “Giả sử như họ không sẵn

sàng giúp đỡ vì một số lý do tài chính hay chính trị nào đó, thì đi đâu gì sẽ xảy ra?”

Tính nhạy cảm của những vụ viện trợ quốc tế xảy ra vào trước Chiến tranh thế giới thứ nhất cũng được bộc lộ trong các sự kiện thuộc giai đoạn 1906-1907. Trong giai đoạn này, đã có nhiều cuộc tranh luận diễn ra, nhưng không phải về việc liệu Ngân hàng Pháp có chịu giúp Ngân hàng Anh hay không (việc Ngân hàng Pháp đã trợ giúp là quá rõ ràng), mà về việc liệu Ngân hàng Anh có hỏi xin hỗ trợ hay không, và nếu không, thì liệu có phải phản ứng của Ngân hàng Pháp là để nhằm phục vụ cho quyền lợi của bản thân nó. Sayers viết một bản báo cáo về Ngân hàng trong giai đoạn 1890-1914. Trong một chương có tên “Sự kiện Continent “hỗ trợ” Ngân hàng”, Sayers kết luận Ngân hàng Anh đã không hỏi xin hỗ trợ. Ông trích dẫn The Economist trong tháng 9/1906:

Một số người bàn tán về chuyện Ngân hàng Pháp hỗ trợ Ngân hàng Anh trong việc đối phó với mức cầu vàng từ Mỹ ... nhưng không nên vì thế mà lầm tưởng rằng Ngân hàng Anh thật sự đã đặt nó vào một tư thế nhục nhã đến vậy, chỉ để cho phép giới đầu cơ Mỹ vớ được vàng ở đây một cách dễ dàng.

Một lần nữa vào mùa đông năm 1907, Ngân hàng Pháp cũng chuyển tiếp 80 triệu frăng các đồng eagle vàng (Đồng 10 đô-la vàng) của Hoa Kỳ đến London. Báo cáo của Ngân hàng Pháp năm 1907 nhắc đến cả hai sự kiện này trong các quyết định của nó. Các nhật báo của Pháp trích dẫn nguyên nhân mà Ngân hàng Pháp đưa ra: nhằm giúp Ngân hàng Anh không phải nâng mức lãi suất chiết khấu. Điều này đồng nghĩa với việc Ngân hàng Anh đã yêu cầu viện trợ. Tuy nhiên, các nguồn tin ở Anh thì lại nhấn mạnh, không có một thông báo chính thức nào từ phía Anh chỉ ra rằng Ngân hàng Anh đã yêu cầu viện trợ, tượng tự như những gì đã diễn ra vào năm 1890. Phía Anh cũng cho biết, bản thân người Pháp không muốn Ngân hàng Anh gia tăng lãi suất chiết khấu. Sau đó, Hartley Withers, biên tập viên tài chính của Times, viết:

Quyết tâm mà nó [Ngân hàng Anh] thể hiện cuối cùng đã buộc Ngân hàng Pháp phải gánh vác một phần trách nhiệm quốc tế, và phải gửi ba triệu số

vàng của Ngân hàng Pháp, không phải đến Mỹ mà đến London, nơi mà Ngân hàng Pháp biết chắc chắn rằng số vàng trên sẽ được hoàn lại. Nhiều người cho rằng Ngân hàng Anh đã đề nghị Ngân hàng Pháp thực thi việc này, nhưng đi đầu đó không thật sự đúng.

Một quan điểm khác thì lại cho rằng, thông qua việc tiến hành chuyển đổi các hối phiếu quy đổi bằng bảng Anh tại London thành vàng vào những năm 1906, 1907, 1909, 1910, Ngân hàng Pháp đã tham gia vào các hoạt động thị trường mở. Đây là đi đầu Ngân hàng Pháp chưa từng thực hiện tại Paris mãi cho đến năm 1938.

London hay Paris là trung tâm tài chính thế giới?

Các sinh viên ngành lịch sử kinh tế người Anglo-Saxon đều có chung quan điểm coi London là trung tâm tài chính thế giới từ đầu thế kỷ XIX cho đến năm 1914; Paris, Berlin, Frankfurt, New York, và Milan là các vệ tinh của nó.

Một quan sát viên người Đức cho biết: “Nước Anh luôn chiếm vị trí độc quyền về xuất khẩu vốn cho đến năm 1850. Sau đó, phần lớn vì tiếng tăm, Pháp cũng tham gia xuất khẩu vốn nhằm phục vụ cho các chính sách quốc gia, mở rộng thương mại, và mở cửa các thị trường mới. Trong thập niên 1850, Paris đóng vai trò trung tâm trong các mối quan hệ tài chính quốc tế. Van Vleck viết về cuộc khủng hoảng năm 1857 như sau: “Do Pháp là trung tâm chính trị đầu não toàn châu Âu trong suốt nửa đầu của thế kỷ XIX, cho nên trong giai đoạn 1850-1857, nó cũng là nguồn gốc của mọi biến động của chu kỳ kinh tế.”

Tuy nhiên, tâm của chu kỳ kinh tế không nhất thiết phải là điểm then chốt trong hệ thống tài chính quốc tế. Giữa năm 1820 và 1840, Paris viện trợ thanh toán cho các khoản phải trả nước ngoài của London tại Baltic, Nga, Trung Quốc, Châu Mỹ La-tinh, và Hoa Kỳ. Giai đoạn giữa năm 1850 và 1870, nó trở thành “nơi đầu tiên tại châu Âu trao đổi ngoại tệ”. Nếu quan điểm này đúng thì có lẽ Cuộc chiến Pháp-Phổ đã làm thay đổi cục diện. Theo Bagehot:

Sau chiến tranh Pháp-Đức, chúng ta được khuyên là nên cất giữ các khoản dự trữ châu Âu... Tất cả các cộng đồng vĩ đại rồi đến một lúc nào đó cũng phải trả một khoản lớn bằng tiền mặt, và số tiền mặt này phải được bảo quản trong một kho chứa tiền vĩ đại nào đó. Trước đây đã có hai kho chứa tiền như thế ở châu Âu: Ngân hàng Pháp và Ngân hàng Anh. Nhưng từ khi Ngân hàng Pháp tạm ngưng chi trả bằng tiền đồng, vai trò kho dự trữ tiền đồng của nó cũng chấm dứt.. Không ai có thể mang một tấm séc đến Ngân hàng Pháp mà chắc chắn rằng họ sẽ nhận về vàng hay bạc từ tấm séc đó. Chính vì vậy, toàn bộ các khoản nợ nước ngoài phải trả bằng tiền mặt được đẩy cho Ngân hàng Anh... mọi hoạt động trao đổi càng ngày càng tập trung nhiều ở London. Trước đây do nhiều nguyên nhân, Paris từng là một trung tâm thanh toán của châu Âu, nhưng đến giờ thì điều đó không còn đúng... Và London nghiêm nhiên trở thành trung tâm thanh toán vĩ đại độc nhất châu Âu. London có lẽ sẽ còn duy trì sự vượt trội này; ... Sự vượt trội của Paris một phần xuất phát từ phân phối quyền lực chính trị, và đã bị thay đổi. Nhưng sự vượt trội của London chỉ phụ thuộc vào quy luật tự nhiên ổn định và khó thay đổi của hoạt động thương mại.

Năm 1910, Sprague nhắc lại quan điểm này khi giải thích: Ngân hàng Anh đã nâng lãi suất chiết khấu trong năm 1907 để bảo đảm các nước khác sẽ phải tự chi trả số tiền nợ Hoa Kỳ, chứ không phải là để kiểm soát dòng chảy vàng đến nước này. London là thị trường tiền tệ trung tâm của thế giới và mức lãi suất của nó được đẩy lên để tránh phải rót vốn cho tất cả các khoản chi trả tới Mỹ.

Ngược lại, khi ông thảo luận về vai trò của Ý trong cuộc khủng hoảng năm 1907, Bonelli khẳng định Paris mới là trung tâm đi đầu tiết thanh khoản thế giới. Một trong những sinh viên sắc sảo nhất của ngành tài chính trước Chiến tranh thế giới thứ nhất nói: “Trong nghiên cứu này, Paris nổi lên như là thị trường tài chính mạnh nhất thế giới trước năm 1914, nhờ sức mạnh duy trì mức lãi suất ngắn hạn thấp nhất. Kết luận này có vẻ đối lập với quan điểm chung cho rằng London là trung tâm tiền tệ thế giới.”

Morgenstern đã cố gắng kết hợp những quan điểm trên bằng cách phân biệt nguồn cung ứng vốn dồi dào Paris với “cỗ máy” lưu động vốn London. Sự khác biệt này là không tránh khỏi. Mỗi trung tâm có những khách hàng riêng: Ý và Nga vay Paris, Hoa Kỳ và các thuộc địa của Anh vay London.

Bỉ, Hà Lan, Đức có mối quan hệ chặt chẽ với London hơn Paris. Hơn nữa, London cho vay vốn trên phạm vi toàn cầu, trong khi Paris chỉ cho vay vốn đến một vài quốc gia.

Người cho vay cuối cùng sau Chiến tranh thế giới thứ nhất

Không có một người cho vay cuối cùng quốc tế nào xuất hiện trong cuộc khủng hoảng 1920 - 1921. Thực trạng này một phần bắt nguồn từ việc nhiều loại tiền tệ châu Âu khác nhau đồng loạt giảm giá. Khi điểm yếu trong cán cân thanh toán và dòng vốn thất thoát gây nên một cuộc khủng hoảng, thì việc một đồng tiền quốc gia giảm giá sẽ làm gia tăng giá nội địa của các loại hàng hóa có thể giao dịch được (tức là, các loại tài sản và dịch vụ được xuất khẩu hay nhập khẩu, và các loại hàng hóa đủ khả năng xuất khẩu hay đủ khả năng cạnh tranh với hàng nhập khẩu). Một cú sốc lạm phát mạnh có thể sẽ gây nên một khủng hoảng loại khác – ngoài sự tăng giá của hàng hóa – đó là siêu lạm phát như đã xảy ra ở Tây và Trung Âu trong năm 1923. Các nước từng là một phần của Đế chế Áo-Hung mới giành được độc lập phải nỗ lực thích nghi với các đường biên giới mới và việc thiếu cơ cấu thu thuế. Cuốn sách giật gân *The Crash of '79* (Vụ sụp đổ năm 1979) của Paul Erdman cũng vẽ nên một viễn cảnh tương tự, trong đó cuộc khủng hoảng tài chính đã được làm dịu đi bằng cách phát hành tiền tệ với số lượng lớn và thả nổi đồng đô-la. Điều này đã kích thích cầu hàng hóa tăng mạnh.

Trong đầu thập niên 1920, phần lớn chính phủ các nước Tây Âu tìm cách ổn định lại các loại tiền tệ dựa trên các mức ngang giá tính bằng vàng năm 1914 theo truyền thống để phục hồi trạng thái tốt đẹp trước đó. Các quốc gia này thường sử dụng các khoản cho vay với mục đích ổn định hóa có một số điểm tương đồng nhưng không hoàn toàn giống các khoản cho vay từ một người cho vay cuối cùng. Các khoản cho vay kiểu này giúp hạn chế phạm vi giảm giá của các đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối. Năm 1924, đồng franc Pháp đã phải hứng chịu một cuộc tấn công đầu cơ vì một số lý do. Thứ nhất, nhiều người nước ngoài đã thu mua đồng franc khi nó giảm giá trong giai đoạn 1919 - 1920; họ hy vọng sẽ sinh lời từ việc định giá lại, khi mà đồng franc tăng giá để đạt mức ngang giá của nó trước chiến tranh; nhưng cuối cùng những người này đã từ bỏ ý định và bán ra. Thứ hai, giới

đầu cơ tại Amsterdam, Vienna, Berlin (có lẽ bị kích thích bởi chính phủ Đức) cũng bán frăng với hy vọng sẽ có khả năng mua lại với giá rẻ hơn nhiều trong tương lai. Ngoài ra, một số nhà đầu cơ trước đây từng kiếm lời từ đồng马克 Đức khi nó giảm giá mạnh trong đợt siêu lạm phát giai đoạn 1923 - 1924, bỗng trở nên quan tâm đến đồng frăng Pháp. Hàng trăm nghìn người Pháp sở hữu chứng khoán lưu động viết bằng đồng frăng đầu đang chờ đợi một đi đâu gì đó, chẳng hạn như mức trần mà Ngân hàng Pháp sẽ đặt ra cho các khoản tạm ứng, hoặc phản ứng của chính phủ nước này.

Ngày 4/3/1924, cơn hoảng loạn bùng nổ. Ngày 17/2 98 frăng đổi được 1 bảng Anh, ngày 28/2 là 104 đồng đổi một bảng, và ngày 4/3 là 107 đồng đổi 1 bảng. Chính phủ Pháp và Ngân hàng Pháp lập tức tổ chức các cuộc họp khẩn cấp. J.P. Morgan & Co. cho biết nó sẵn sàng giúp đỡ nếu một số điều kiện cụ thể được thỏa mãn. Khoản cho vay của ngân hàng này là một dòng tín dụng tuần hoàn có thời hạn 6 tháng trị giá 50 triệu đô-la. Tuy nhiên, theo Thomas V. Lamont, đại diện Ngân hàng Pháp, số tiền này vẫn còn quá ít ỏi trong khi nó cần đến 100 triệu đô-la. Ngân hàng Pháp từ chối đề xuất sử dụng số vàng trong kho dự trữ để thế chấp mãi cho tới khi tìm ra một giải pháp giữ thể diện. Các nhà quản lý Ngân hàng, bao gồm Rothschild và de Wendel, lần lượt yêu cầu một chương trình tài chính bảo thủ từ phía chính phủ. Chương trình này được thực thi vào Chủ nhật ngày 9/3 và chỉ trong vòng ba ngày, đám đông các nhà đầu cơ đã bắt đầu xuất hiện. Đồng frăng lên giá từ mức 123 frăng đổi một bảng thành 78 frăng cho đến ngày 24/3. Sau đó, Ngân hàng Pháp chủ động can thiệp nhằm hạn chế sự lên giá quá mức của đồng frăng, và nó đã thành công trong công cuộc ngăn chặn giới đầu cơ. Lamont viết: “từ trước đến giờ chưa có hoạt động nào đem lại cho chúng tôi một sự thỏa mãn hơn thế”.

Nhưng thành công này không tồn tại được bao lâu. Năm 1926, đồng frăng tiếp tục hứng chịu một đợt tấn công mới, xuống đến mức 240 frăng đổi một bảng vào tháng 7/1926. Sau đó lên mức 125 frăng nhờ những cải cách bảo thủ của Poincaré và việc tăng lãi suất. Lãi suất gia tăng được thiết kế nhằm mục đích trấn an những người Pháp giàu có và thuyết phục họ mang tiền trở lại Paris từ London và New York.

Trong thập niên 1920, dưới sự bảo trợ của Liên minh Các Quốc gia, Áo và Hungary được nhận nhiều khoản cho vay để ổn định đồng tiền trong nước. Thông qua một vài dàn xếp với London, Paris, và New York, một số ngân hàng trung ương mới ở Đông Âu cũng nhận được các khoản cho vay có tính chất tương tự. Trong số này, được biết đến nhiều nhất là khoản cho vay mà hai ngân hàng Dawes và Young thực hiện nhằm tái sử dụng khoản tiền bồi thường chiến tranh của Đức. Khoản cho vay của Dawes đã kích thích người Mỹ đẩy mạnh thu mua các trái phiếu nước ngoài. Trong suốt thập niên 1930, một đề xuất có phần mỉa mai thường xuyên được đưa ra: người ta cho rằng cái mà Pháp cần lúc bấy giờ là một khoản cho vay bằng vàng để ổn định hóa, bởi lẽ đồng franc, cũng như các đồng nội tệ khác trong khối các nước lấy vàng làm bản vị tiền tệ, đã bị định giá quá cao. Nguyên nhân là vì trước đó, các đồng bảng Anh, đồng yên Nhật, đồng đô-la Mỹ đã liên tiếp phá giá thành công, còn Đức và Áo thì tiến hành đánh thuế kiểm soát ngoại tệ đối với các khoản phải trả nước ngoài. Vàng, như người ta nói, cần được đặt trên một phương tiện vận chuyển, như một cỗ xe tang bằng thủy tinh chẳng hạn, để diễu hành trên khắp các phố phường trong từng đô thị và xóm làng nước Pháp, để thuyết phục công chúng tin rằng các nhà chức trách vẫn còn rất nhiều vàng, và khuyến khích họ lấy ra những đồng louis d'or giấu trong những chiếc tất bằng da dê.

Cơ lũ giảm phát năm 1931 cho thấy đòi hỏi phải thiết lập một người cho vay cuối cùng quốc tế khác cả về quy mô lẫn tính chất so với các thời kỳ trước. Những vấn đề liên quan bao gồm: nhu cầu tín dụng cần thiết đủ để cho vay với số lượng hợp lý, tính chất chính trị nhạy cảm của các phiên giao dịch quốc tế, và nhu cầu phải có một quốc gia hoặc nhóm các quốc gia nào đó chịu trách nhiệm bảo đảm sự ổn định của toàn bộ hệ thống. Jørgen Pedersen, R. G. Hawtrey, và một số nhà kinh tế học người Anh khác đưa ra lời khuyên tương tự dành cho các chính phủ được trình bày trong cuốn The Economic Advisory Council 1930 - 1939 (Hội đồng Cố vấn Kinh tế 1930 - 1939) của Susan Howson và Donald Winch.

Hawtrey đưa ra một phân tích rất thuyết phục:

Cuộc khủng hoảng năm 1931 khác với các cuộc khủng hoảng trước ở tính chất quốc tế. Các cuộc khủng hoảng trước mang tính quốc tế ở chỗ, việc

giá cả hàng hóa suy giảm và những giao dịch miễn cưỡng trong một hoặc một vài quốc gia thường gây ảnh hưởng lên thị trường toàn cầu, nhưng thông thường chỉ có một số khoản nợ không đáng kể phải trả cho các chủ nợ nước ngoài. Còn đặc tính nổi bật của cuộc khủng hoảng năm 1931 là các chủ nợ nước ngoài của Đức và các nước Đông Âu lo sợ rằng thị trường ngoại hối có thể sẽ ngưng hoạt động ngay cả khi các nước đi vay vẫn còn khả năng chi trả. Để đối phó với một vụ rút ngoại tệ ồ ạt từ London trong cơn hoảng loạn, thì việc tăng lãi suất của Ngân hàng Anh không đem lại hiệu quả. Một vụ rút ngoại tệ ồ ạt trong trạng thái hoảng loạn như vậy chưa từng xảy ra... và nguyên nhân sâu xa là sự mất ổn định tài chính. Các ngành công nghiệp đình trệ, các doanh nghiệp mất khả năng chi trả, các ngân hàng rơi vào phá sản, ngân sách chính phủ bị thâm hụt và những khoản vỡ nợ là hậu quả tất yếu của sự sụt giá ngoại tệ liên tục... Nhu cầu mới phát sinh đòi hỏi phải thiết lập một người cho vay cuối cùng quốc tế. Có lẽ một ngày nào đó, The Bank for International Settlements – BIS (Ngân hàng Thanh toán Quốc tế) sẽ đóng vai trò trên... Nhưng trong tình trạng hiện nay, chức năng đó chỉ có thể được thực thi bởi một ngân hàng trung ương nước ngoài, hoặc một nhóm các ngân hàng trung ương nước ngoài hợp tác với nhau.

Hawtrey cũng phân tích sắc sảo về tính lý thuyết của việc đặt hạn mức trên các khoản cho vay nhằm ổn định hóa ngoại tệ như sau:

Theo quy tắc chung, nếu có bất cứ nguồn tín dụng nào được cấp phát cho một ngân hàng trung ương đang lâm vào tình cảnh khó khăn, thì nên được cấp phát đầy đủ. Không nên có bất cứ một hạn mức nào. Nếu vẫn cấp phát nhưng với số lượng không hợp lý, thì khoản tài chính cho vay trở nên lãng phí một cách vô ích ... Quan điểm ủng hộ tín dụng vô hạn dựa trên cơ sở: một khi được cấp phát tín dụng đầy đủ, sẽ không có bất cứ một vụ rút tài chính nào xảy ra... hoặc hoàn toàn không cấp phát tín dụng cho Ngân hàng Anh, hoặc cấp phát vô hạn. Tuy nhiên quan điểm này vẫn tồn tại một số rủi ro. Tín dụng vô hạn sẽ cho phép Vương Quốc Anh duy trì bản vị vàng kèm theo một số điều kiện dài hạn, mà những điều kiện này thì lại nhanh chóng trở nên ngày càng không thỏa đáng... Bài học rút ra: nếu có thể duy trì bản vị tài chính và có đủ khả năng thỏa mãn những điều kiện đặt ra, hãy cấp phát tín

dụng vô hạn; nhưng nếu nỗ lực duy trì mức ngang giá là vượt quá khả năng, đừng cấp phát tín dụng mà hãy để cho đồng nội tệ giảm giá.

Howson và Winch đã trình bày một loạt báo cáo do các nhà kinh tế học người Anh viết cho chính phủ của họ trong thập niên 1930. Trong đó có báo cáo của Ủy ban Các Nhà Kinh tế học (Committee of Economists) do Keynes làm chủ tịch, và các thành viên Henderson, Pigou, Robbins và Ngài Josiah Stamp, các thư ký Hemming, Kahn. Các báo cáo đều tán thành sự hợp tác giữa các ngân hàng trung ương, tốt hơn cả là thông qua Ngân hàng Thanh toán Quốc tế - BIS. Sự hợp tác chung này không chỉ nhằm mục đích rót vốn theo các yêu cầu ngắn hạn, mà còn để thiết lập một quỹ cho vay tiền tệ nhằm ngăn chặn những vụ sụp đổ tiền tệ vào đầu thập niên 1920, và để khôi phục “lòng tin về sự ổn định tài chính của những quốc gia hiện đang trong tình trạng đáng lo ngại”.

Tháng 7/1932, sau khi số vàng tại Vương quốc Anh đã cạn kiệt, nhưng trước khi Hội thảo Kinh tế Thế giới (The World Economic Conference) diễn ra vào năm 1933, Ủy ban Nội các về Thông tin Kinh tế (the Cabinet Committee on Economic Information) do Stamp làm chủ tịch, và các thành viên Citrine, Cole, Keynes, Ngài Alfred Lewis, và Ngài Frederick Leith-Ross, các thư ký Handerson, Hemming, đã đưa ra một bản báo cáo thảo luận về “cuộc khủng hoảng tài chính thế giới”. Trích dẫn tuyên bố của Bagehot và những dẫn chứng từ các cuộc khủng hoảng năm 1825 và 1847, bản báo cáo nhận định Vương quốc Anh đã không còn khả năng đóng vai trò người cho vay cuối cùng quốc tế nữa. Nó cũng đề xuất Ngân hàng Thanh toán Quốc tế nên thực thi chức năng này bằng cách phát hành các “hối phiếu vàng”, hay còn gọi là các International Certificates (Kỳ phiếu Quốc tế).

Tháng 5/1931, sự sụp đổ của Credit Anstalt of Vienna, (Ngân hàng trung ương Áo) tạo ra cơ hội đầu tiên để chấm dứt việc không thông qua trung gian quốc tế. Việc Credit Anstalt of Vienna liên tục duy trì mức lãi suất cao để giữ vốn đã góp phần làm tăng độ mềm dẻo của nền kinh tế và gây nên những tổn thất cho vay nặng nề khi giá tài sản suy giảm. Credit Anstalt công bố báo cáo tài chính của nó vào ngày 11/5, trong đó thể hiện khoản lỗ trị giá 140 triệu si-ling, chiếm đến 3/4 vốn liếng của ngân hàng này. Chính

phủ Áo yêu cầu viện trợ tài chính từ Liên minh Các Quốc gia, do Liên minh này đã tổ chức các khoản cho vay mang tính ổn định hóa trong thập niên 1920. Liên minh chuyển tiếp yêu cầu sang cho Ngân hàng Thanh toán Quốc tế BIS, một thể chế quốc tế mới được thành lập theo kế hoạch Young năm 1930 để thực hiện việc chuyển khoản, sử dụng số tiền bù thường chiến tranh của Đức. Phía chính phủ Áo cho biết, họ muốn vay 150 triệu si-ling, tương đương 21 triệu đô-la. Trong suốt hai tuần cuối tháng 5, BIS đã dàn xếp được một khoản cho vay trị giá 100 triệu si-ling từ 11 quốc gia khác nhau. Cho đến ngày 5/6, khoản tiền này đã được dùng hết, và Ngân hàng Trung ương Áo tiếp tục yêu cầu một khoản cho vay nữa. Ngày 14/6, vụ dàn xếp kết thúc và chính phủ Áo sẽ nhận thêm một khoản cho vay trị giá 150 triệu si-ling với thời hạn từ hai đến ba năm, nếu nó chịu thỏa mãn một số điều kiện nhất định. Người Pháp đòi hỏi chính phủ Áo phải từ bỏ hiệp định chung về thuế quan với Đức được ký kết hai tháng trước đó. Tuy nhiên, chính phủ Áo từ chối điều kiện trên và tình hình kinh tế nước này tiếp tục căng thẳng. Sau đó, Ngân hàng Anh đề xuất cho vay 50 triệu si-ling, tương đương 7 triệu đô-la, trong thời hạn một tuần. Cuối cùng, chính phủ Áo quyết định ngừng việc tìm giá vàng, và đồng si-ling giảm giá.

Cơn rút tiền hàng loạt lan sang Đức. Vào lúc đó, vị thế ngành ngân hàng ở Đức đang bị suy yếu do hàng loạt các rắc rối cổ điển – đầu cơ quá mức, nhiều khoản cho vay giá trị lớn không có khả năng bồi hoàn, ngoài ra còn có những gian lận và tranh chấp giữa các chủ ngân hàng, thậm chí một số ngân hàng đã mua cổ phần của chính họ rồi rút hết nguồn dự trữ lưu động. Kết quả của vụ sáp nhập giữa Darmstädter và các ngân hàng trung ương là Jacob Goldschmidt of Danatbank. Một số chủ ngân hàng khác, trong đó bao gồm Oskar Wasserman của Ngân hàng Deutsche, phản bác Goldschmidt và những chiến thuật cứng rắn của ông này. Năm 1927, Handelsgesellschaft ở Berlin chấm dứt các khoản cho vay tới Norddeutsche-Wolkämmerei (Nordwolle), một doanh nghiệp sẵn sàng cạnh tranh thuộc ngành công nghiệp sợi len. Danatbank coi Nordwolle như khách hàng và sự phá sản của Nordwolle vào ngày 17/6/1931 đã kéo theo Danatbank. Các ngân hàng khác không muốn hỗ trợ Danatbank chỉ vì họ không ưa Goldschmidt, ngoài một số rắc rối khác, cả về chính trị lẫn tài chính. Hệ quả của sự hỗn loạn tài chính nội bộ này là các đợt rút tiền hàng loạt mà lệnh hoãn nợ Hoover chỉ

có thể giúp tạm ngưng trong một khoảng thời gian ngắn. Vào ngày 25/6, một khoản cho vay trị giá 100 triệu đô-la với thời hạn đến hết ngày 16/7 đã được dàn xếp, trong đó bao gồm 25 triệu từ mỗi ngân hàng trong số đó có Ngân hàng Anh, Ngân hàng Pháp, Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, và Ngân hàng Thanh toán Quốc tế. Chủ tịch Reichsbank Hans Luther yêu cầu một khoản cho vay lớn hơn và đề nghị không công bố con số chính xác. Vì lý do này, thông cáo chỉ cho biết các phương tiện chiết khấu đã được dàn xếp với số lượng vừa đủ. Cuối cùng thì số lượng của khoản vay này cũng được biết đến và vào ngày 24/6, Reichsbank công bố mức dự trữ của nó đã đạt đến 40,4%, chỉ vừa vượt quá hạn mức thấp nhất 40%.

Một số khoản cho vay mới cũng được thảo luận nhưng không được thực thi. Phía Đức tiếp tục yêu cầu viện trợ 1 tỷ đô-la. Phía Pháp cho biết, họ sẽ sẵn sàng xem xét khoản cho vay trị giá 500 triệu đô-la, nếu một số điều kiện chính trị nhất định được thỏa mãn. Vào lúc này, Mỹ đang lo ngại về mức thâm hụt ngân sách dự tính lên tới 1,6 tỷ đô-la, và theo chính phủ nước này thì Quốc hội Mỹ có lẽ sẽ không thông qua việc cho Đức vay thêm. Tuy nhiên, chính phủ Hoa Kỳ sẽ cân nhắc việc ổn định hóa các khoản cho vay hiện tại với Đức, một điều mà Reichsbank mong muốn trong khi vẫn yêu cầu thêm một khoản cho vay nữa. Tại Vương quốc Anh, bộ trưởng bộ ngoại giao Arthur Henderson ủng hộ đề xuất cho vay, nhưng theo thống đốc Ngân hàng Anh, Ngân hàng “đã cho vay hết mức có thể”. Luận điểm chống lại các khoản vay nước ngoài cho rằng cuộc khủng hoảng xuất phát từ thất thoát vốn trong nước hơn là từ những vụ rút tiền hàng loạt của nhà đầu tư nước ngoài. Cho đến ngày 20/7, ý tưởng đi vay nước ngoài đã ngấm bị “gạt ra vì không thực tế”. Thay vào đó, chính phủ quyết định áp dụng các biện pháp nội bộ để chấm dứt việc đi vay và đầu tư vốn không thông qua trung gian trong nước, và Đức còn dựa trên một Hiệp định Hoãn nợ Standstill Agreement mà các ngân hàng nước ngoài phải miễn cưỡng chấp nhận, nhờ vậy vốn không bị rò rỉ ra bên ngoài.

Áp lực đầu cơ lan sang Vương quốc Anh. Vụ rút tiền hàng loạt bắt đầu vào giữa tháng 7/1931, một phần do những tổn thất mà người Anh phải hứng chịu trên lục địa châu Âu, và một phần do hiệu ứng tâm lý mà các báo cáo của May và Macmillan gây ra. Các báo cáo cho thấy mức thâm hụt ngân sách dự tính rất lớn và mức thất thoát của lượng vốn nước ngoài dự tính

cao bất thường có khả năng bị rút khỏi London. Kể từ năm 1927, Ngân hàng Pháp đã liên tục quy đổi bảng Anh lấy vàng thông qua một quy trình phức tạp. Bảng Anh được bán ra trong thị trường ngoại hối lấy ngay, sau đó được mua lại trong thị trường ngoại hối kỳ hạn; cuối cùng Ngân hàng Pháp sẽ đòi lấy vàng trong những ngày mà các hợp đồng ngoại hối kỳ hạn đã đến lúc phải thanh toán. Ý tưởng này khiến người ta lầm tưởng rằng Ngân hàng Pháp chỉ quy đổi các số dư bảng Anh mới mua được thành vàng, chứ không phải là các số dư thu được trước đó. Trong mùa hè năm 1931, Ngân hàng Pháp đã hoàn toàn hợp tác và không bán bất cứ khoản tiền gửi hay chứng khoán tính bằng bảng Anh nào. Cuối tháng 7, Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York và Ngân hàng Pháp mỗi bên cho Ngân hàng Anh vay 125 triệu đô-la. Khi số vốn này cạn kiệt, chính phủ Anh cân nhắc một khoản cho vay kỳ hạn một năm từ các thị trường New York và Paris. Báo cáo của Ngân hàng Anh cho biết, các ngân hàng nước ngoài sẽ không đến Vương quốc Anh vay vốn khi nước này đang có mức thâm hụt ngân sách lớn đến vậy. Các công đoàn ở Anh đã chống đối lại đề xuất giảm mức trợ cấp cho người thất nghiệp, đồng thời cũng ngừng ủng hộ cho chính phủ của đảng Lao động. Ngày 24/8, đảng Lao động mất chính quyền. Bốn ngày sau, sau khi người Anh thành lập một “chính phủ quốc gia” mới với thủ tướng MacDonald và Bộ trưởng Tài chính Snowden, một liên hiệp Morgan tại New York và một liên hiệp của Pháp tại Paris mỗi bên cho vay 200 triệu đô-la. Đã có lúc các chủ ngân hàng vây hãm chính phủ Anh. Những người này giải thích, không phải họ cố gắng áp đặt các điều kiện chính trị lên chính phủ Anh, mà chỉ đưa ra những tình huống kinh tế có lý do chính đáng để mạo hiểm vốn liếng của bản thân và những người gửi tiền. Lời giải thích này khiến người ta nhớ tới các báo cáo của Morgan với người Pháp trong thập niên 1920.

Ngày 5/8/1931, Keynes viết thư cho Thủ tướng MacDonald, trong đề xuất sau cùng, ông đưa ra một loạt các kiến nghị về việc phá giá đồng bảng, và thiết lập một đơn vị tiền tệ mới dựa-trên-vàng, có hối suất cố định với giá trị ít nhất là 25% dưới mức ngang giá hiện nay. Keynes cũng gợi ý mời tất cả các đế quốc, cùng với Nam Mỹ, châu Á, Đông Âu, Ý, Tây Ban Nha – thực ra là tất cả các nước – tham gia sự kiện này. Bức thư chỉ ra rằng, nếu người Anh không có đủ khả năng bảo vệ đồng bảng, sẽ là ngu xuẩn nếu còn tiếp tục đi vay ngoại tệ để hỗ trợ đồng tiền này.

Các khoản cho vay 250 triệu đô-la, rồi 400 triệu đô-la đều không đủ. Ngày 21/09, người Anh ngừng hỗ trợ đồng bảng. Vào lúc này, Ngân hàng Pháp cùng các thành viên khác trong khối các nước lấy vàng làm bản vị tiền tệ đã quy đổi 750 triệu tiền gửi tính bằng đô-la thành vàng. Thái độ đối xử này của ngân hàng Pháp đối với Hoa Kỳ khác xa thái độ của nó đối với Anh. Sự suy giảm lượng vàng dự trữ tại Mỹ, và việc kìm chế giảm giá đồng bảng cùng một số ngoại tệ khác đã gây áp lực giảm phát lên Hoa Kỳ, làm suy yếu hệ thống ngân hàng nước này. Thế nhưng FED New York đã không yêu cầu bất cứ khoản viện trợ nào; thậm chí nó còn không đề nghị các quốc gia khác chấm dứt việc quy đổi các khoản tiền gửi đô-la thành vàng. Thái độ của ngân hàng trung ương Mỹ khiến người ta nhớ tới chuyện Walter Mitty từ chối dùng khăn bịt mắt trước khi bị xử bắn. Năm 1929, khi Harrison hỏi Norman, liệu số bảng Anh mà Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York đã mua có thể được quy đổi thành vàng hay không, Harrison đã nhận được một câu trả lời cộc lốc: “Tất nhiên, bảng Anh có thể đổi lấy vàng. Đây là bản vị vàng mà.” Năm 1931, đến lượt Harrison ngờ ý muốn hỗ trợ Moret trong việc quy đổi một phần hoặc tất cả số đô-la của Ngân hàng Pháp thành vàng.

Có thể thấy năm khía cạnh đặc biệt đáng chú ý rút ra từ câu chuyện năm 1931: (1) Vương quốc Anh không có khả năng đóng vai trò người cho vay cuối cùng; (2) Mỹ không muốn đóng vai trò người cho vay cuối cùng, ngoại trừ khoản cho vay bất hợp lý cho Vương quốc Anh, xuất phát từ một “mối quan hệ đặc biệt”; (3) Pháp ham muốn một số mục tiêu chính trị đối với Áo và Đức; (4) Người Đức có vẻ hoang tưởng sau năm 1923, họ thà chấp nhận bất cứ điều gì hơn là một dấu hiệu của lạm phát; (5) các nước nhỏ hơn luôn tỏ ra thiếu trách nhiệm.

Phân tích này được các nhà kinh tế học chất vấn theo một số hướng khác nhau. Một nhà phân tích cho rằng, để phục hồi nền kinh tế thế giới sau Chiến tranh thế giới thứ nhất cần đạt được một số thỏa thuận mà Kế hoạch Marshall sau Chiến tranh thế giới thứ hai. Một nhà phân tích khác nhận định, ngay cả một người cho vay cuối cùng cũng không thể sửa đổi được nền kinh tế Đức trong năm 1931, bởi lẽ các nhà chức trách nước này vẫn kiên quyết phá bỏ hiệp ước Versailles, đặc biệt là các điều khoản về tiền bồi thường mà Đức phải chịu.

Bretton Woods và các thỏa thuận tiền tệ quốc tế

Vào đầu thập niên 1940, đã có một cuộc tranh luận kéo dài về việc thiết lập thể chế kinh tế đa phương nhằm đem lại cho kinh tế sự ổn định vững chắc hơn so với 20 năm sau Chiến tranh thế giới thứ nhất. Một thể chế tín dụng quốc tế sẽ được thiết lập để giúp các quốc gia cấp vốn cho các khoản thâm hụt thu chi ngắn hạn (sau này trở thành Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF). Một ngân hàng cho vay khác sẽ được thành lập để giúp các quốc gia cấp vốn cho công cuộc cải cách kinh tế của họ sau chiến tranh: Ngân hàng Tái thiết và Phát triển IBRD (International Bank for Reconstruction, nay là Ngân hàng Thế giới World Bank). Một thể chế thương mại quốc tế sẽ được thành lập để giải quyết các vụ xung đột thương mại, đồng thời cung cấp một diễn đàn thảo luận gỡ bỏ các rào cản giao dịch quốc tế. Tuy rằng trên thực tế, thể chế này chưa từng được thành lập, nhưng Hiệp định chung về Thuế quan và Mậu dịch GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) đã cung cấp các cơ sở pháp lý cho việc thành lập một tổ chức có khả năng đơn giản hóa việc dàn xếp các giao dịch đa quốc gia.

Cuộc tranh luận về tổ chức tín dụng quốc tế mà sau này trở thành Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) chủ yếu diễn ra giữa Anh và Mỹ. Họ có quan điểm khác nhau cả về cấu trúc lẫn các nguồn tài chính của tổ chức này. Người Anh đưa ra “kế hoạch Keynes”, trong đó IMF sẽ có tiền hoặc đơn vị kế toán riêng. Các nước thành viên sẽ cấp vốn dưới dạng tiền gửi cho thể chế tín dụng quốc tế; từ đó họ có thể chuyển khoản đến các nước đang có thâm hụt cán cân thanh toán. Trong khi đó, người Mỹ lại đưa ra “kế hoạch White”, quy định mỗi nước thành viên sẽ chuyển vàng và tiền tệ của nó theo hình thức tiền gửi không kỳ hạn không lãi suất đến IMF. Mỗi nước thành viên sẽ có một hạn ngạch riêng, được tính dựa trên khối lượng giao dịch và mức dự trữ vàng. Quy mô hạn ngạch của mỗi nước sẽ quyết định số lượng vàng và tiền tệ mà nước đó phải chuyển. Một nước thành viên sẽ có quyền “mua” ngoại tệ của tổ chức bằng nội tệ của mình. Quy mô hạn ngạch của mỗi nước thành viên cũng sẽ quyết định số lượng ngoại tệ mà nó được phép mua.

Kế hoạch White của Mỹ đã thắng thế, đơn giản vì người Mỹ có tất cả tiền bạc. Theo ý kiến từ phía Anh, Mỹ đồng ý nhân đôi số vốn ban đầu của tổ

chức tín dụng.

Các điều khoản thỏa thuận của quỹ bao gồm một tập hợp các quy tắc chi phối việc quản lý giá trị hối đoái của các đồng nội tệ của mỗi nước thành viên. Mỗi nước thành viên được yêu cầu đưa ra một mức ngang giá cho đồng nội tệ theo vàng hoặc theo đồng đô-la; và hạn chế phạm vi dao động giá trị hối đoái của đồng nội tệ trong một khoảng hẹp xung quanh mức ngang giá; đồng thời phải thông qua sự đồng ý của IMF trước khi thay đổi mức ngang giá trên 10% so với mức ngang giá ban đầu.

Mục đích ban đầu của việc thành lập một tổ chức tín dụng quốc tế là để tránh lặp lại những gì đã xảy ra trong thập niên 1930. Tuy nhiên, cấu trúc của IMF không cho phép quỹ này đóng vai trò người cho vay cuối cùng, đơn giản vì bản thân nó không hề có tiền. IMF chỉ có thể giúp các quốc gia cấp vốn cho các khoản thâm hụt cán cân thanh toán trong giới hạn khiêm tốn. Các quốc gia sẽ giữ quyền kiểm soát tiền tệ để có thể hạn chế lưu lượng vốn và do đó làm phức tạp hóa việc duy trì các mức ngang giá. Khoản cho vay từ IMF phải được hoàn trả. Bài học từ năm 1931 về sự cần thiết phải thành lập một người cho vay cuối cùng có vẻ đã bị quên lãng. Tại Bretton Woods, IMF đã được tạo ra chỉ với mục đích cấp vốn cho các khoản thâm hụt cán cân thanh toán trong giới hạn vừa phải. Việc kiểm soát lưu lượng vốn sẽ hạn chế sự vận động vốn để đầu cơ. IMF cho vay bằng các loại tiền tệ mà các nước thành viên đóng góp. Khoản cho vay phải được hoàn trả, và không hề có một loại tiền tệ quốc tế mới nào được tạo ra. Có những giới hạn chặt chẽ về số lượng cho vay với mỗi nước thành viên mà quy mô hạn ngạch của nó sẽ quy định. Quy mô này tương ứng với số vốn mà nó đã đóng góp cho IMF. Hạn ngạch được chia làm bốn phần và sẽ không được phép rút ra nhiều hơn một phần trong một giai đoạn 12 tháng. Việc rút ra trên phần đầu tiên ít nhiều mang tính tự động. Sau đó, việc tiếp cận tín dụng phụ thuộc vào sự cho phép của IMF hơn là vào quyền lợi của mỗi quốc gia, như kế hoạch của Keynes đã đề ra.

Trong suốt giai đoạn phục hồi kinh tế từ Chiến tranh thế giới thứ hai, IMF và Ngân hàng thế giới hầu như chỉ đóng vai trò phụ. Kế hoạch Marshall đã cung cấp phần lớn lượng vốn cần thiết để phục vụ cho công cuộc cải cách kinh tế. Hệ thống Bretton Woods chưa đi vào hoạt động cho đến năm 1958,

sau khi đồng frăng bị phá giá, đồng bảng có khả năng quy đổi, và các hạn chế về lưu lượng vốn được bãi bỏ.

Sự thiếu chú ý đến lưu lượng vốn cần phải được sửa đổi sớm. Thực tế cho thấy, không thể duy trì được khả năng quy đổi trên các tài khoản vãng lai và không thể kiểm soát được việc huy động vốn. Bởi lẽ các thay đổi trong việc cấp vốn cho xuất khẩu và nhập khẩu, hay còn gọi là “thu sớm và trả trễ”, có thể làm phát sinh những dòng lưu lượng vốn lớn. Khi một nước bị đòi hỏi phải trả tiền mặt cho nhập khẩu thay vì nhận tín dụng 3 tháng, và bị buộc phải gia hạn tín dụng 6 tháng cho xuất khẩu thay vì 3 tháng, nó có thể nhanh chóng mất giá trị trung bình của 6 tháng xuất khẩu và nhập khẩu.

Năm 1960, các điều khoản thỏa thuận của IMF được bổ sung bằng Thỏa thuận chung về đi vay (GAB – General Agreements to Borrow). Dưới thỏa thuận mới này, mười quốc gia tài chính hàng đầu, Nhóm mười nước, sẽ đóng góp thêm 6 tỷ đô-la nữa, ngoài 14,4 tỷ sẵn có trong hạn ngạch của IMF (gia tăng từ con số 7,8 tỷ khi IMF mới bắt đầu đi vào hoạt động năm 1946). Một nước thành viên có thể tiếp cận số tiền này thông qua IMF trong trường hợp dòng lưu lượng vốn là quá lớn so với mức dự trữ của quốc gia này và hạn ngạch của nó trên IMF. Tuy nhiên, những con số trên vẫn chưa thật sự thỏa đáng, chưa kể đến chuyện IMF dường như không bắt kịp thực tế lắm. Các quyết định được đưa ra thông qua biểu quyết của các giám đốc IMF, mà nhiều người trong số họ lại đại diện cho hơn một quốc gia. Từ việc thu xếp gửi một kiến nghị, rồi nhận chỉ thị, sau đó đi đến quyết định xem liệu có nên giúp một nước đang trong khủng hoảng hay không, có thể sẽ phải mất đến ba tuần.

Lưu lượng vốn xuyên quốc gia đã gia tăng trong các thập niên 1950 và 1960. Trong các giai đoạn này, khoảng cách kinh tế giữa các nước cũng thu hẹp dần nhờ sự phát triển công nghệ và do chi phí liên lạc và lưu trữ thông tin ngày một suy giảm.

Lưu lượng giao dịch mỗi ngày trên thị trường ngoại hối đạt đến 1 nghìn tỷ đô-la vào cuối thập niên 1990. Đối với tiền tệ của các nền kinh tế thị trường mới nổi, lưu lượng giao dịch ngoại hối thậm chí còn gia tăng nhanh hơn.

Lưu lượng vốn quốc tế gia tăng đã buộc các ngân hàng trung ương phải đối mặt với các khó khăn mới trong việc duy trì mức ngang giá. Một số ngân hàng trung ương đã thử bán ngoại tệ trong thị trường ngoại hối kỳ hạn. Các khoản bán ra này sẽ cho phép họ duy trì mức ngang giá mà không làm cạn kiệt nguồn dự trữ ngoại tệ – ít nhất là cho đến khi các thị trường ngoại hối kỳ hạn đến thời điểm thanh toán. Vào những ngày này, các ngân hàng trung ương có thể gia hạn hay ký kết lại các hợp đồng này. Một số quan sát viên tin rằng các giao dịch ngoại hối có kỳ hạn như vậy sẽ giúp các ngân hàng trung ương duy trì được mức tài sản dự trữ quốc tế. Tuy nhiên kinh nghiệm của Ngân hàng Anh trong giai đoạn 1964-1967 đã cho thấy một số mặt hạn chế của quan điểm đó. Đến cuối năm 1967, số đô-la Mỹ mà nó phải trả trong thị trường ngoại hối trả ngay vào những ngày mà các hợp đồng ngoại hối kỳ hạn đến lúc phải thanh toán lớn hơn gấp vài lần so với mức dự trữ ngoại tệ quốc tế của nó, và những người tham gia thị trường ngày càng miễn cưỡng hơn khi gia hạn những hợp đồng ngoại hối kỳ hạn cho Ngân hàng Anh. Năm 1964, người Anh đã trì hoãn thành công sự phá giá của đồng bảng Anh, nhưng sự phá giá là không thể tránh khỏi trong năm 1967.

Một trong các cải cách tài chính quốc tế quan trọng trong thập niên 1960 là Hiệp ước Basel về việc cung cấp một mạng lưới hoán đổi. Mạng lưới bao gồm một chuỗi các dòng tín dụng song phương giữa các cặp ngân hàng trung ương với nhau, trong đó mỗi ngân hàng sẽ viết một số lượng ngoại tệ như tài sản và một số lượng ngoại hối tương đương như nợ. Mỹ sẽ đóng vai trò lãnh đạo trong sự phát triển của mạng lưới. Khi các dòng hoán đổi như vậy được thiết lập, ngoại tệ sẽ là sẵn có và có thể được chuyển giao ngay lập tức, mặc dù số tiền rút ra phải được hoàn trả. Vụ hoán đổi đầu tiên là một thỏa thuận trị giá 50 triệu đô-la giữa Ngân hàng Pháp và Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York trong tháng 3/1962. Trong tháng 6, Fed New York tham gia vào các thỏa thuận hoán đổi trị giá 50 triệu đô-la với các ngân hàng trung ương của Hà Lan và Bỉ, và một thỏa thuận khác trị giá 250 triệu với Ngân hàng Canada. Tháng 7, FED New York cũng thiết lập một dòng 250 triệu đô-la với Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ. Cho đến tháng 10/1963, mạng lưới hoán đổi được gia tăng tới mức 2 tỷ đô-la, đến tháng 3/1968 là 4,5 tỷ, và cho đến tháng 7/1973, con số là 18 tỷ đô-la.

Năm 1961 khi đồng bảng Anh bị tấn công, đại diện các ngân hàng trung ương trọng yếu họp mặt tại Ngân hàng Thanh toán Quốc tế BIS và quyết định góp vào một quỹ tín dụng tổng trị giá 1 tỷ đô-la. Phó giám đốc cấp cao của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, Charles Coombs, gọi tiến bộ này là một bước ngoặt quan trọng trong hệ thống tài chính quốc tế sau chiến tranh. Con số trên đủ lớn để thuyết phục các nhà đầu cơ rằng họ sẽ không thể phá vỡ mức ngang giá của bất kỳ một loại tiền tệ nào. Phần lớn khoản cho vay được hoàn trả bằng số tiền thu được từ dòng vốn chuyển về.

Ngoại tệ sẵn có dưới các dòng hoán đổi trở thành tuyến phòng thủ đầu tiên của một quốc gia. Tuyến thứ hai là sự truy cập tín dụng từ IMF. Một số quốc gia đã tận dụng các dòng hoán đổi của họ: Canada dùng hơn 1 tỷ đô-la trong tháng 6/1962; Ý dùng 1 tỷ đô-la trong tháng 3/1963; Vương quốc Anh dùng 2 tỷ đô-la trong mùa thu năm 1964. Để bảo vệ cho đồng bảng đã bị phá giá, Pháp sử dụng một gói 1,3 tỷ đô-la trong tháng 7/1968, mà sau đó người Pháp nâng lên thành con số 2 tỷ đô-la trong tháng 11. Pháp đã không giúp Anh trong tháng 9/1965 và quyết định này được mô tả như một “sự từ chối đáng kinh ngạc trong ngành ngân hàng trung ương tự do”. Áp lực vừa phải thích nghi với xu thế chung, lại vừa phải thể hiện lập trường đối ngoại khác biệt, là hết sức căng thẳng. “Sự từ chối của Pháp thật vô nghĩa. Người Anh đã nhận được sự hỗ trợ mà họ muốn.”

Nguyên nhân gây nên sự sụp đổ của các thỏa thuận Bretton Woods phần nào xuất phát từ một nỗ lực của các ngân hàng trung ương tại Hoa Kỳ và Đức trong việc tuân theo các chính sách tiền tệ khác nhau, ngay cả khi các thị trường tiền tệ của họ có mối quan hệ mật thiết thông qua thị trường tiền gửi nước ngoài. Bất kỳ nỗ lực nào nhằm tuân theo các chính sách tiền tệ khác nhau sẽ dẫn đến những dòng lưu lượng vốn khổng lồ. Dự trữ Liên bang bắt đầu thực thi một chính sách mở rộng tiền tệ từ 6 đến 8 tháng trước cuộc bầu cử tổng thống, trong khi đó phía Đức lại đang duy trì các mức lãi suất cao. Những dòng lưu lượng vốn khổng lồ được dịch chuyển từ vùng đô-la sang vùng mác.

Việc lãi suất trên các chứng khoán đô-la suy giảm sẽ kéo theo sự nổi loạn chuẩn mực cho vay, như trong các năm 1825, 1853, 1871, 1885. Các ngân hàng có trụ sở tại New York, London, Tokyo, và nhiều trung tâm tài chính

khác bắt đầu cho vay tự do tới Mexico, Brazil, Argentina, và các nước đang phát triển, cũng như tới Liên bang Xô-viết và các nước phương Đông.

Hơn nữa, những dòng vốn lớn từ New York tới Đức và một số nơi khác đã khiến cho việc giữ vững hệ thống hối suất cố định trở nên không khả thi. Hoa Kỳ có ít hoặc thậm chí không có nỗ lực nào nhằm bảo vệ mức ngang giá mới cho đồng đô-la mà Hiệp định Smithsonian quy định. Đến tháng 2/1973, giới đầu cơ tin rằng đồng mác sẽ được định giá lại và dòng vốn càng lúc càng chảy mạnh hơn đến Frankfurt. Ngân hàng Bundesbank ngừng mua đô-la, và đồng mác bắt đầu tăng giá.

Hầu hết các nhà kinh tế học đều thống nhất rằng, việc áp dụng tỷ giá thả nổi sẽ ngăn chặn sự vận động của dòng vốn nhạy cảm với lãi suất, và một khi tỉền tệ đang thả nổi thì các ngân hàng trung ương sẽ có khả năng tuân theo các chính sách tỉền tệ độc lập mà không gây nên bất cứ hiệu ứng không hay nào ra bên ngoài. Nhưng các nhà kinh tế học lại trả lời khác nhau cho câu hỏi, liệu sự vận động vốn mang tính đầu cơ sẽ có tác dụng ổn định hóa, hay đôi khi gây mất ổn định một cách nghiêm trọng. Quan điểm chung là nguy cơ phải hứng chịu tổn thất ngoại tệ sẽ hạn chế lưu lượng vốn. Tuy nhiên quan điểm này là một sai lầm. Nhiều ngân hàng coi tỉền tệ như một loại tài sản có thể giao dịch được để sinh lời.

Trong những hoàn cảnh mới, đòi hỏi đầu tiên về việc thiết lập một người cho vay cuối cùng chỉ mang tính nội bộ trong phạm vi một quốc gia – ít nhất là trong một khoảng thời gian – mặc dù đòi hỏi này có liên quan đến tài chính quốc tế. Mọi thay đổi trong tỷ giá hối đoái đều hấp dẫn giới đầu cơ, bao gồm một số người làm việc trong ngành ngân hàng. Ngân hàng Herstatt của Cologne và Ngân hàng National Franklin của New York đã lỗ nặng khi giao dịch ngoại hối và lần lượt phá sản trong tháng 6/1974. Việc Ngân hàng Herstatt đóng cửa vào giữa một ngày giao dịch đã gây ra không ít rắc rối. Nó đã thu thập những khoản tỉền lớn phải trả cho nó thông qua các phiên giao dịch ngoại hối, nhưng lại đóng cửa trước khi bỏ ra số đồng mác tương ứng phải trả cho các ngân hàng khác. Trong khoảng thời gian đầu, tập đoàn tài chính chịu trách nhiệm bảo lãnh nợ cho Herstatt chỉ quan tâm đến các khoản nợ trong nội bộ nước Đức. Tập đoàn này đã chuẩn bị

tiền để chờ đi số tiền phải trả cho các ngân hàng nước ngoài. Tuy nhiên sau khi suy nghĩ lại, họ đã chấp nhận bảo lãnh toàn bộ nợ nần của Hersatt cả trong và ngoài nước. Không có một cú sốc nào lan ra bên ngoài. Tại Hoa Kỳ, Tổng Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang FDIC đã tiếp quản số tiền gửi của National Franklin trong giới hạn 40,000 đô la, và Hệ thống Dự trữ Liên bang, hoạt động như một người cho vay cuối cùng, bảo lãnh số nợ còn lại.

Về lý thuyết, các dàn xếp mà BIS thực thi theo Công ước Basel trong tháng 3/1975 sẽ giải quyết vấn đề phân chia trách nhiệm cho mỗi quốc gia trong trường hợp xảy ra phá sản ngân hàng. Trong năm 1982, chi nhánh Luxembourg của ngân hàng Banco Ambrosiano tại Milan không chịu hoàn trả tổng số nợ trị giá 400 triệu đô-la cho các ngân hàng châu Âu khác. Ngân hàng Ý từ chối bồi thường và viện cớ rằng, tuy đơn vị Luxembourg của Ambrosiano là chi nhánh của một ngân hàng Milan, nhưng nó lại được hợp nhất dưới luật pháp Luxembourg, và điều này có nghĩa là tài sản hoặc nợ của chi nhánh này không liên quan đến trụ sở chính của ngân hàng mẹ. Sự kiện kể trên đã cho thấy mặt hạn chế của Công ước Basel.

Việc giá dầu mỏ tăng mạnh vào năm 1973, và một lần nữa vào năm 1979, đã cải thiện thu nhập xuất khẩu và tài sản dự trữ quốc tế của các nước sản xuất dầu mỏ. Các nước sản xuất dầu mỏ sau đó gia tăng chi tiêu, trong đó bao gồm các khoản thu mua bất động sản, cao ốc văn phòng, và trung tâm mua sắm. Các nước nhập khẩu dầu mỏ gia tăng đi vay. Công tác khai phá và sản xuất dầu mỏ được đẩy mạnh.

North Sea, Mexico, và một số nơi khác đồng loạt thúc đẩy sản xuất dầu mỏ. Nhu cầu nhập khẩu dầu mỏ suy giảm sau cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu đầu thập niên 1980. Mức cung tăng và mức cầu giảm khiến dầu mỏ mất giá. Đến giữa năm 1982, Mexico và một số nước sản xuất dầu mỏ nhỏ hơn cùng lâm vào các khó khăn tài chính. Cũng trong giai đoạn này, một số doanh nghiệp và thể chế tài chính ở Texas, Oklahoma, Louisiana đã gặp phải nhiều vấn đề.

Tín dụng dưới các dòng hoán đổi chỉ giới hạn trong các nước công nghiệp trọng yếu và không áp dụng cho các thị trường mới nổi trong các nước

đang phát triển. Họ phụ thuộc vào tín dụng từ IMF khi lâm vào khủng hoảng tài chính. Thế nhưng, bởi lẽ nhiều quốc gia trong số này có ác cảm mạnh mẽ với những điều kiện mà IMF đòi hỏi, nên thường cố gắng định lại thời điểm trả nợ với các ngân hàng cho vay. Có một cái gì đó giống như “Catch 22”. Thường thì những ngân hàng này yêu cầu các nước đang phát triển phải có dấu phê chuẩn của IMF trước khi họ có thể tái cấp vốn cho các khoản cho vay đáo hạn. Khi các điều kiện tài chính trở nên gay gắt, một khoản “cho vay bắc cầu” là tương đối hữu ích đối với nước đi vay trong giai đoạn thương lượng.

Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York đã gia hạn một khoản cho vay bắc cầu trị giá 1 tỷ đô-la tới Mexico trong năm 1982. Thêm vào đó, Bộ Tài chính Mỹ cũng thu mua 1 tỷ đô-la dầu mỏ trả ngay, và chuyển giao cho Kho Dự trữ dầu hoả Chiến lược Hoa Kỳ. Những khoản cho vay khác thường này đã cho phép Mexico tránh được nguy cơ vỡ nợ. Các nước con nợ thích những dàn xếp như thế này vì nhiều lý do. Thứ nhất, nếu để rơi vào tình trạng vỡ nợ, dẫn chứng lịch sử cho thấy họ có thể sẽ bị loại bỏ khỏi thị trường vốn quốc tế trong suốt một thế hệ. Hơn nữa, các nước con nợ thường cần nhiều vốn nước ngoài hơn cho việc kích thích tăng trưởng kinh tế. Các chủ nợ cũng thích những dàn xếp như vậy bởi nếu không, các khoản nợ không có khả năng chi trả từ phía các nước đi vay sẽ buộc họ phải chấp nhận tổn thất cho vay nặng nề. Trong các giai đoạn trước, tổn thất nợ chưa trả mà các nước phát triển phải chịu chỉ tác động lên trái phiếu thuộc quyền sở hữu của các cá nhân, mà thường không gây ảnh hưởng tới những khoản cho vay mà các ngân hàng gia hạn. Tuy nhiên trong thập niên 1980, nợ chưa trả trong Thế giới thứ ba có thể gây ra những vụ rút tiền hàng loạt tại các ngân hàng quốc tế trọng yếu.

Các điều kiện cho vay

Quan điểm dân túy cho rằng, IMF đã tỏ ra quá khắt khe với các lựa chọn chính sách tài tệ và chính sách tài khóa của các nước mới nổi. Hầu hết những người cho vay, cả trong và ngoài nước, đều áp đặt một số điều kiện nhất định đối với các khoản cho vay của họ. Theo quan điểm chung thì điều này hoàn toàn hợp lý. Những người cho vay có nghĩa vụ đối với những người gửi tiền phải đảm bảo các khoản cho vay của họ sẽ được hoàn

trả. Nhưng một số nhà phân tích người Pháp vẫn cảm thấy đặc biệt khó chịu với những ràng buộc mà J.P. Morgan & Co. đặt ra đối với các khoản cho vay mang tính ổn định hóa của nó trong năm 1924. Những điều kiện cho vay mà Pháp cố gắng áp đặt lên Áo và Đức trong năm 1931 có tính chất chính trị. Những khoản cho vay từ Mỹ và Pháp tới Vương quốc Anh trong mùa hè năm đó được Đảng Lao động xem như một “thủ đoạn của giới ngân hàng”. Theo Đảng Lao động, Mỹ và Pháp đã nghĩ rằng họ có thể đề nghị Ủy Ban Tháng 5 (May Committee) của Anh thực thi việc cân đối lại ngân sách và giảm trợ cấp thất nghiệp.

Mặc dù về mặt pháp lý, không có một ràng buộc nào bị áp đặt trong mạng lưới tín dụng hoán đổi. Tuy nhiên trên thực tế, giữa các đối tác song phương trong một dòng hoán đổi thường tồn tại một sự ngầm hiểu nhất định. Khi BIS cho Hungary vay dưới hình thức một dòng hoán đổi, nó biết rằng Hungary sẽ có tiền để hoàn trả thông qua tín dụng truy cập từ IMF. Điều kiện sẽ nghiêm nhiên được áp đặt đối với số tín dụng đó. Khi một thành viên G-7 đi vay từ IMF, như Vương quốc Anh đã làm trong năm 1975, IMF cũng đã đòi hỏi một số điều kiện nhất định.

Cuộc khủng hoảng Mexico

Cuộc khủng hoảng tài chính Mexico năm 1994 bắt đầu bằng một cuộc khởi nghĩa nông dân vào tháng 1, và vụ ám sát ứng cử viên sáng giá cho chức tổng thống của đảng cầm quyền. Dòng vốn đầu tư nước ngoài suy giảm, và nguồn lực mà Mexico sử dụng để hỗ trợ đồng peso trên thị trường ngoại hối cũng nhanh chóng trở nên cạn kiệt. Tháng 4/1994, Hoa Kỳ và Canada tham gia cứu trợ, phần lớn vì “mối quan hệ đặc biệt” của hai nước này đối với Mexico, sau khi Hiệp ước Tự do Mậu dịch Bắc Mỹ NAFTA (North American Free Trade Agreement Act) được ký kết giữa ba quốc gia trong tháng 11/1993. Mỹ cung cấp 6 tỷ đô-la và Canada đóng góp 700 triệu đô-la vào một dòng tín dụng tổng trị giá 6,7 tỷ, nhưng con số trên là chưa đủ để đẩy lùi mọi rắc rối khỏi Mexico. Tháng 12/1994, đồng peso tiếp tục bị tấn công do lưu lượng vốn thất thoát cả trong và ngoài nước. Nhà đầu tư Mỹ lần lượt rút tiền khỏi Mexico trước tình hình kinh tế ảm đạm nơi đây. Tháng 1/1995, Bộ Tài chính Hoa Kỳ thiết lập một quỹ cứu trợ tổng trị giá 50 tỷ đô-la, bao gồm 20 tỷ từ Quỹ Ổn định Ngoại hối Hoa Kỳ, 18 tỷ từ

IMF, 10 tỷ từ các ngân hàng trung ương châu Âu do BIS đứng ra tổ chức, và 2 tỷ từ Canada. Lần này thì con số đưa ra rất có sức thuyết phục. Dòng vốn chảy ra suy giảm và tư bản bắt đầu quay trở lại Mexico. Mexico chỉ sử dụng 12,5 tỷ đô-la từ dòng tín dụng Hoa Kỳ và trong mùa đông năm 1995, quá trình hoàn trả bắt đầu với sự giúp đỡ của một số khoản cho vay không công khai.

Một vài câu hỏi vẫn còn tồn đọng về sự kiện viện trợ Mexico trong giai đoạn 1994-1995. Thứ nhất, có thể các khoản cho vay trong năm 1982 đã khiến người Mexico nghĩ rằng họ sẽ lại được giúp đỡ bất cứ khi nào gặp khó khăn. Thứ hai, có thể những dòng tín dụng lớn trong quá khứ đã tạo nên một thói quen xấu cho chính phủ Mexico, mà từ đó rắc rối nảy sinh trong tương lai. Và cuối cùng, thông qua việc viện trợ Mexico, liệu có phải các nhà chức trách tài chính đã cố ý ngăn chặn sự lây lan của khủng hoảng tới các nước Brazil và Argentina? Khủng hoảng đã từng lan ra từ Áo trong tháng 5/1931.

Dù thế nào chăng nữa, Bagehot khẳng định rằng người cho vay cuối cùng nên cho vay tự do trong khủng hoảng, bởi lẽ các giới hạn khiếm tốn sẽ chỉ gây kích động, và cho vay với quy mô mà dường như đáp ứng được mọi nhu cầu về vốn có thể coi là cho vay tự do.

Cuộc khủng hoảng Đông Á

Cuộc khủng hoảng trong khu vực Đông Á bắt đầu vào tháng 7/1997 và liên quan đến hai nhóm. Thứ nhất, nhóm những người cho vay phần phơ trong các nước phát triển đang có xu hướng đa dạng hóa danh mục đầu tư. Thứ hai, nhóm các nước đi vay đang phát triển nhanh muốn đẩy mạnh đầu tư và kích thích tăng trưởng kinh tế, nhưng lại bị các nước phương Tây gây sức ép bãi bỏ rào cản trên các thị trường tài chính trong nước. Một số nhân tố khác bao gồm: chủ nghĩa tư bản thân hữu ở Indonesia, chính phủ yếu kém của Thái Lan, các tổ hợp kinh tế khổng lồ tại Hàn Quốc, và những khoản cho vay xấu ở khắp mọi nơi. Chính sách kinh tế tệ liệt của Nhật làm mức cầu tại Nhật giảm mạnh. Các ngân hàng Nhật đẩy mạnh đầu tư trực tiếp vào các khu vực có mức lương thấp hơn, và những khoản cho vay của họ làm tăng thâm hụt cán cân thanh toán trong phần lớn các nước này. Các

đồng nội tệ trong các nước này bị định giá quá cao do ảnh hưởng của dòng vốn chảy vào. Bất kỳ quốc gia nào với mức thâm hụt cán cân thanh toán lớn và với một đồng nội tệ bị định giá quá cao cũng sẽ trở nên vô cùng nhạy cảm đối với mọi thay đổi trong dòng vốn chảy vào.

Bảng 12.1: Các cam kết tài chính chính thức (cho vay cuối cùng) (đơn vị: tỷ đô-la)

Quốc gia	IMF	Ngân hàng Thế giới	Ngân hàng Phát triển châu Á	Cam kết riêng phương	Tổng
Thái Lan	3,9	1,9	2,2	12,1	20,1
Indonesia	10,1	4,5	3,5	22,0 ^a	30,0
Hàn Quốc	21,0	10,0	4,0	22,0	57,0
Tổng	35,0	16,4	9,7	56,1	117,1
Hạng mục ghi nhớ Mexico	17,8	1,5	1,3 ^a	21,0	51,6

a. Bao gồm khoản sử dụng 5 tỷ đô-la trong dự trữ dự phòng Indonesia

b. Ngân hàng phát triển Liên Mỹ.

Sự phá giá của đồng bạc Thái vào đầu tháng 7/1997 đã kích hoạt một hiệu ứng lan truyền. Dòng vốn nước ngoài đến các nước châu Á suy giảm và sau đó xoay chiều. Tổng thống Malaysia Dr Mahathir đã đổ tội cho giới đầu cơ nước ngoài, mà đặc biệt là George Soros tại Mỹ. Soros khẳng định, ông đã không hề bán khống đồng ringgit trong khi Malaysia đang xây dựng hai cao ốc mới cao hơn bất cứ tòa nhà nào trên thế giới. Malaysia không đi vay IMF mà thay vào đó, tăng cường kiểm soát đối với dòng vốn chảy ra và lên lãi suất của nhà đầu tư nước ngoài. Các nước Thái Lan, Indonesia, và Hàn Quốc đã truy cập tín dụng từ IMF.

Số lượng chính xác của các khoản cho vay này, ngoài khoản cho vay tới Mexico trong giai đoạn 1994-1995, được liệt kê trong Bảng 12.1 theo nguồn tin từ BIS.

Báo cáo của BIS cũng lưu ý, các dòng tín dụng 50 tỷ đô-la cho Mexico đã gây “tác động tâm lý lên nhiều thị trường”. Một mặt, chúng góp phần cải thiện lòng tin trong nước. Mặt khác, số lượng tín dụng sẵn có cho công cuộc phục hồi kinh tế trong tương lai sẽ bị hạn chế. Cuối năm 1998, Quốc

hội Hoa Kỳ đồng ý thông qua kiến nghị của Chính phủ Clinton nhằm gia tăng hạn ngạch cũng như vốn liếng cho IMF. Qua đó, IMF đã có đủ khả năng hỗ trợ Brazil khi nước này gặp khó khăn.

IMF không phải là một ngân hàng trung ương và nó không thể tạo ra tiền. Số tiền mà nó có được để cho vay xuất phát từ vốn góp của các nước thành viên và từ những khoản vay của chính nó. Hệ thống hạn ngạch của IMF chính là điểm khác biệt giữa nó và một ngân hàng trung ương. Một ngân hàng trung ương có thể tự tạo ra tiền.

Một ngân hàng trung ương quốc tế sẽ đóng vai trò người cho vay cuối cùng hiệu quả hơn so với IMF, nhưng nó khó có thể đi vào thực tế. Ngoài Liên minh Tiền tệ châu Âu, hầu hết các quốc gia lớn đều xem việc phát hành và kiểm soát tiền tệ như một vấn đề mang tính chủ quyền. Ở Mỹ, những chức năng này được Hiến pháp cất giữ.

Hoa Kỳ và đồng đô-la

Mỹ đi đầu trong các thập niên 1940, 1950, và 1960 trong việc thiết lập một tập hợp mới các thỏa thuận tài chính quốc tế: Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF và Ngân hàng Thế giới WB, Thỏa thuận chung về đi vay GAB, Quyền rút tiền đặc biệt SDR (Special Drawings Rights), mạng lưới hoán đổi, và quỹ vàng chung. Hơn nữa, Mỹ cũng nắm thế chủ động vào cuối thập niên 1980 trong việc giúp đỡ các nước đang phát triển viết ra giá trị các khoản cho vay của họ đến các ngân hàng quốc tế trọng yếu, và qua đó giúp các nước này duy trì khả năng chi trả. Mỹ đảm đương vai trò lãnh đạo khi các nước như Mexico, Nga, Hàn Quốc gặp phải các vấn đề lớn trong việc thanh toán quốc tế.

Một bất ngờ đáng chú ý trong đầu thập niên 1980 là sự tăng trưởng thâm hụt mậu dịch kéo dài ở Mỹ. Mỹ từng có giai đoạn thặng dư mậu dịch kéo dài trong suốt hơn 100 năm. Nó bắt đầu giai đoạn thâm hụt mậu dịch kéo dài vào khoảng năm 1980, và cũng kể từ đó, vị thế tài chính quốc tế của quốc gia này xoay chiều một cách đáng kinh ngạc. Năm 1980, Mỹ là nước chủ nợ lớn nhất thế giới. Vị thế chủ nợ ròng của nó lớn hơn vị thế chủ nợ ròng của tất cả các quốc gia khác kết hợp lại. Vậy mà cho đến năm 2000, Mỹ

trở thành con nợ lớn nhất thế giới. Vị thế con nợ ròng của nó lớn hơn vị thế con nợ ròng của tất cả các quốc gia khác kết hợp lại, và vẫn đang tiếp tục gia tăng.

Có một điểm tương đồng giữa thâm hụt thanh toán dài hạn của Mỹ trong các thập niên 1950 và 1960, và thâm hụt mậu dịch dài hạn của quốc gia này trong các thập niên 1980, 1990, và các giai đoạn tiếp nối. Thâm hụt thanh toán của Mỹ tăng trưởng bởi lẽ mức cần cho tài sản dự trữ quốc tế của các quốc gia khác lớn hơn mức gia tăng cung ứng tài sản dự trữ mới từ các nguồn khác ngoài Mỹ. Thâm hụt mậu dịch dài hạn của Mỹ tăng trưởng bởi lẽ các quốc gia khác đang đẩy mạnh thu mua các chứng khoán đô-la Mỹ và tài sản thực tế tại quốc gia này.

Cuối thập niên 1960 cho đến đầu thập niên 1970, mức cần cho tài sản dự trữ từ các cơ quan chính phủ nước ngoài suy giảm. Nếu các dấu hiệu hiện nay là đúng, đi đầu này giải thích nguyên nhân xảy ra các cuộc khủng hoảng trong 2/3 cuối thập niên 1990. Mỹ là nền kinh tế thành công nhất thế giới trong suốt thập niên 1990. Vào lúc đó, một số nhà phân tích kinh tế đã nhận định, với mức lạm phát thấp, tỷ lệ thất nghiệp thấp, thặng dư mậu dịch gia tăng, và khoa học kỹ thuật phát triển như hiện nay, Mỹ đang bước vào một “Kỷ nguyên Mới” mà trong đó, lý thuyết chu kỳ kinh tế không còn đúng. Đi đầu đó có nghĩa là khủng hoảng tài chính sẽ không tồn tại tại quốc gia này, nhất là khi Dự trữ Liên bang có thể phản ứng kịp thời trước mọi biến cố. Tuy nhiên quan điểm trên chưa chặt chẽ. Phần vinh của Hoa Kỳ đã dựa trên sự gia tăng chi tiêu tiêu dùng cũng như sự suy giảm tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình. Số nợ trên thẻ tín dụng gia tăng đồng nghĩa với việc sẽ có ngày càng nhiều hộ gia đình phá sản. Sự gia tăng nợ nước ngoài ròng của Mỹ sẽ phát sinh vấn đề một khi lòng tin nước ngoài vào giá trị của đồng đô-la bị lung lay. Một nhà kinh tế học người Anh đã đưa ra lời cảnh báo mạnh mẽ và có phần cường điệu hóa của ông về nền kinh tế Mỹ trong bài viết “Bảy quy trình không bền vững”. Tuy không chỉ ra chính xác thời điểm, tác giả tiên đoán suy thoái có lẽ sẽ xảy ra trong vòng từ năm đến mười lăm năm tới, và có khả năng Hoa Kỳ cùng với đồng đô-la của nó sẽ mất vị thế “đứng đầu trong toàn bộ hệ thống tài chính kinh tế thế giới”.

Một số nhà khoa học chính trị đặt niềm tin vào cái mà họ gọi là “các chế độ”. Đó là tập hợp các hợp tác quốc tế được xây dựng trong suốt các giai đoạn cần quyên. Và họ cũng lần lượt gọi mỗi sự hợp tác quốc tế nói trên là một “quyên bá chủ”. Những sự hợp tác quốc tế như thế này tỏ ra khá hiệu quả trong thập niên 1980, đặc biệt là dưới sự chủ động của Bộ trưởng Tài chính James Baker. Ông là người bãi bỏ chính sách bỏ mặc ôn hòa đối với đồng đô-la, và tổ chức ký kết Thỏa ước Plaza trong tháng 9/1985, và Thỏa ước Louvre trong tháng 1/1987. Giới quan sát viên không mấy mặn mà với hệ thống các cuộc họp thượng đỉnh trong nhóm G-7. Chúng thiên về kiểu cách và nghi lễ. Các cuộc họp thượng đỉnh trong nhóm G-5 giữa Pháp, Đức, Nhật, Vương quốc Anh, và Hoa Kỳ thường thích hợp hơn trong việc đi đến ký kết các thỏa thuận hiệu quả.

Liệu IMF và Ngân hàng Thế giới có thể giúp Hoa Kỳ duy trì được quyền lãnh đạo đang suy giảm của nó hay không? Tại Bretton Woods, các cơ quan này được thành lập không phải để phục vụ cho quyền lợi của Hoa Kỳ, mà nhằm mục đích giải quyết các vấn đề kinh tế tài chính cho các quốc gia khác. Hơn nữa, các cơ quan này làm việc chậm chạp và tỏ ra không mấy hữu ích trong các thời điểm mà khủng hoảng đòi hỏi phải quyết định theo giờ, thay vì theo tuần. So với khối lượng giao dịch trong các thị trường ngày nay, số vốn của IMF và Ngân hàng Thế giới đều quá hạn hẹp để giúp các thị trường này khi chúng gặp rắc rối và cần viện trợ từ các ngân hàng trung ương trong nhóm G-7. Nếu đồng tiền gặp khó khăn là đồng đô-la, có lẽ các vấn đề nảy sinh sẽ còn nghiêm trọng hơn rất nhiều so với đồng yên, đồng lira, đồng frăng, và các đồng tiền khác trong các thị trường tài chính nhỏ hơn.

Vào lúc mà đồng đô-la đang gặp rắc rối và đang đánh mất dần chức năng như một phương tiện trao đổi toàn cầu, nó vẫn tiếp tục được sử dụng như một đơn vị tiền tệ quốc tế, bởi lẽ không có một thay thế thỏa đáng nào. Phía Nhật cũng có những rắc rối của riêng nó. Quốc gia này có nhiều khoản cho vay bất động sản tới các ngân hàng đang gặp khó khăn. Phía Đức chưa thật sự hoàn thành việc tích hợp GDR (Global Depositary Receipt – Hóa đơn Tiền gửi Toàn cầu) vào cơ cấu kinh tế. Nhật và Đức là các nước theo sát vị thế dẫn đầu của Mỹ, nhưng họ lại không dám thách thức với nó. Dưới quyền Tổng thống de Gaulle, Pháp liên tục thách thức

các chính sách của Hoa Kỳ và vị thế tối thượng của đồng đô-la. Họ đã không mấy thành công ngay cả trong giai đoạn này, và cho đến bây giờ, dưới quyền Tổng thống Jacques Chirac, Pháp đang lún sâu vào các khó khăn cả trong và ngoài nước. Có thể Liên minh châu Âu EU sẽ phát triển trong quyền lực kinh tế và tài chính, và rồi tiếp quản quyền lãnh đạo nền kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên cho đến thời điểm này, thế giới vẫn phụ thuộc vào sự dẫn dắt của Hoa Kỳ trong sự thiếu vắng một thay thế tốt hơn. Phía Mỹ, có vẻ quá bận tâm với những khó khăn cả về chính trị lẫn kinh tế trong nước, và đang ngày càng tỏ ra miễn cưỡng khi phải bỏ tiền cho các hoạt động công ích quốc tế. Hợp tác quốc tế tiến hành suôn sẻ trong các giai đoạn êm ả, nhưng khủng hoảng đòi hỏi một thể chế quyết đoán hơn với khả năng lãnh đạo tốt hơn. Khả năng mà thế giới có thể tránh khỏi một cuộc khủng hoảng kinh tế và tài chính trong những năm sắp tới có vẻ rất thấp.

Chương 13: BÀI HỌC LỊCH SỬ VÀ NHỮNG THẬP NIÊN HỖN ĐỘN NHẤT

Lịch sử tiền tệ trong 400 năm trở lại đây đầy rẫy các cuộc khủng hoảng tài chính. Kịch bản là, mức độ lạc quan của nhà đầu tư sẽ gia tăng theo sự mở rộng kinh tế, theo tốc độ cung ứng tín dụng, và theo tốc độ tăng trưởng kinh tế. Sẽ có ngày càng nhiều người tham gia thị trường đầu tư vào lãi vốn ngắn hạn hơn là vào khả năng sinh lời của các loại tài sản mà họ thu mua. Mức cung tín dụng gia tăng và quang cảnh kinh tế sôi nổi thường kéo theo bùng nổ kinh tế, bởi lẽ chi tiêu đầu tư sẽ được đẩy mạnh trong một bối cảnh kinh tế lạc quan hơn và một số lượng tín dụng sẵn có lớn hơn, và chi tiêu hộ gia đình sẽ tăng lên khi của cải vật chất trở nên dồi dào hơn. Một trong những bong bóng sớm nhất được xem xét trong cuốn sách này là “cơn cuồng loạn hoa tulip” ở Hà Lan trong thập niên 1630. Trong cơn điên này, người mua đã nhận tín dụng từ người bán, sự dồi dào hợp lý đã bị thế chỗ bởi sự dồi dào phi lý. Kinh tế Hà Lan bùng nổ trong một giai đoạn ngắn ngủi, và rồi khi hoa tulip mất giá, tốc độ tăng trưởng kinh tế nước này cũng suy giảm theo. Bong bóng South Sea tại London và Bong bóng Mississippi tại Paris đều xảy ra vào năm 1720, và chúng đều liên quan đến sự gia tăng cung ứng tín dụng từ một thể chế tài chính mới thành lập.

Một số cuộc khủng hoảng có liên quan đến việc một số người đi vay nhất định đã được gia hạn quá mức. Cũng có một số cuộc khủng hoảng chỉ diễn ra trong một vài năm ngắn ngủi. Tuy nhiên, những cuộc khủng hoảng như thế không thường xuyên xảy ra, và thường thì không nhiều hơn một cuộc khủng hoảng như vậy xuất hiện trong vòng một thế hệ.

Bong bóng chứng khoán Hoa Kỳ trong một vài năm cuối thập niên 1920 là một sự kiện trong nước và nó xuất phát từ những tiến bộ đáng kể trong nền kinh tế Hoa Kỳ: công nghiệp sản xuất ô tô dấy lên, hầu như toàn bộ cả nước được điện khí hóa, sự lạc quan về tương lai kinh tế lan tỏa. Đến năm 1928, việc lãi suất trên các chứng khoán đô-la gia tăng do cổ phiếu lên giá đã khiến sức mua trái phiếu nước ngoài của người Mỹ suy giảm; khi đó

đô-la đang trở nên ngày một đắt đỏ, các quốc gia khác càng khó duy trì các mức ngang giá của mình. Trong quý cuối của năm 1929, sự bùng nổ giá cổ phiếu đã làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu; một số lượng lớn các quốc gia phải ngừng khả năng quy đổi thành vàng của đồng nội tệ trước sự suy giảm trong thu nhập xuất khẩu và trước áp lực của những cuộc tấn công mang tính đầu cơ. Thập niên 1930 được đánh dấu bằng một chuỗi các cuộc khủng hoảng tiền tệ; đầu tiên là đồng si-ling Áo, đồng mác Đức, đồng bảng Anh, đồng đô-la Mỹ; sau đó áp lực đầu cơ chuyển hướng sang các đồng tiền bản vị vàng: đồng franc Pháp, đồng franc Thụy Sĩ, đồng florin Hà Lan. Thế nhưng cho đến cuối thập niên này, bảng sắp xếp giá trị ngoại hối của các loại tiền tệ vẫn không thay đổi mấy so với cuối thập niên 1920, mặc dù giá theo vàng của đồng đô-la và hầu hết các đồng tiền khác đều cao hơn so với giai đoạn trước đến 75%.

Một số cuộc khủng hoảng này liên quan đến việc một số lượng lớn ngân hàng sụp đổ. Một số khác liên quan đến sự thiếu hụt lòng tin của những người tham gia thị trường về khả năng duy trì mức ngang giá của một nước nào đó. Một số khác nữa liên quan đến những vụ nổ bong bóng trong thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản. Hầu hết những bong bóng này là các sự kiện độc lập. Sự trùng hợp giữa những bong bóng xảy ra tại London và Paris trong năm 1720 cho thấy, đường lối cải cách tài chính mà Paris áp dụng đã phỏng theo mô hình của London.

Các người cho vay cuối cùng trong nước có chức năng cung cấp tiền mặt để đối phó với sự suy giảm mạnh trong mức cầu của nhà đầu tư vào những loại tài sản mang tính đầu cơ. Chúng đã phần nào hạn chế tiền suất xảy ra của các cuộc khủng hoảng có phạm vi quốc gia. Chuỗi các cuộc khủng hoảng tiền tệ trong thập niên 1930 đều có chung một kịch bản. Ban đầu, nhà đầu tư trở nên lo ngại về khả năng duy trì mức ngang giá của một quốc gia. Trước thực trạng đó, ngân hàng trung ương nâng mức lãi suất để chứng minh cho thị trường thấy quyết tâm duy trì mức ngang giá của nó. Mức lãi suất tăng kích hoạt một cơn giảm phát. Hàng loạt doanh nghiệp và ngân hàng phá sản. Bây giờ thì ngân hàng trung ương quyết định từ bỏ nỗ lực duy trì mức ngang giá vì nó cảm thấy chi phí bỏ ra trong nước là quá cao. Ngay lập tức, áp lực phải duy trì ngang giá dịch chuyển sang một hoặc một vài đồng tiền khác.

Liệu một người cho vay cuối cùng quốc tế có thể cho phép các quốc gia duy trì mức ngang giá của họ, và qua đó tránh khỏi chu kỳ “giảm phát và phá giá” kể trên hay không? Người cho vay cuối cùng trong nước có chức năng cung cấp tín dụng dồi dào để giảm khả năng một cuộc khủng hoảng tiền tệ làm phát sinh khủng hoảng thanh khoản. Còn trong bối cảnh quốc tế, câu hỏi đặt ra là liệu một nguồn cung tín dụng lớn hơn có thể giảm khả năng các quốc gia buộc phải phá giá đồng nội tệ do thiếu hụt thanh khoản hay không. Khi một quốc gia ngừng cố định tỷ giá đồng nội tệ theo vàng thì việc các đối tác giao dịch và đối thủ cạnh tranh trọng yếu của nó buộc phải phá giá các đồng nội tệ tương ứng dường như là không tránh khỏi. Thứ tự giá trị ngoại hối của các loại tiền tệ trong cuối thập niên 1930 không thay đổi là mấy so với 10 năm trước đó cho thấy, ưu thế cạnh tranh mà mỗi nước giành được từ sự phá giá của đồng nội tệ chỉ mang tính tạm thời, cho dù sự gia tăng thực tế của giá vàng tính theo đồng đô-la và các loại tiền tệ khác đã đẩy cao mức cung tài sản dự trữ quốc tế.

Hãy giả sử mức cung tài sản dự trữ quốc tế được đẩy cao ngay từ đầu thập niên 1920 vào lúc mà nguy cơ thiếu hụt vàng mới được phát hiện, chứ không phải mãi cho đến cuối thập niên 1930, thì liệu những thay đổi trong giá trị ngoại hối của các loại tiền tệ trong giai đoạn giữa hai cuộc chiến tranh có thể được hạn chế ở mức độ nào đó không? Vai trò của người cho vay cuối cùng quốc tế là cung cấp tín dụng cho một quốc gia khi đồng nội tệ đang phải chịu áp lực đầu cơ. Mặc dù bản thân một lượng tài sản dự trữ quốc tế dồi dào hơn cũng không thể thay thế được vai trò này, nhưng rất có thể nó đã làm giảm tần suất xảy ra của các cuộc tấn công mang tính đầu cơ lên tiền tệ.

Từ giữa thập niên 1960 cho đến nay, giá tài sản vẫn luôn thay đổi, giá trị ngoại hối của tiền tệ vẫn không ngừng dao động mạnh, và số lượng cũng như mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng ngân hàng thì ngày một gia tăng. Bài học lịch sử có lẽ đã bị quên lãng hoặc bị coi nhẹ. Đây cũng là những thập niên hỗn loạn nhất trong lịch sử tiền tệ quốc tế xét theo cả số lượng, phạm vi, cũng như mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng tài chính. Số lượng ngân hàng trung ương sụp đổ nhiều hơn tất cả các giai đoạn trước đó. Tổn thất cho vay của các ngân hàng ở Nhật, Thụy Điển - Na Uy - Phần Lan, Thái Lan - Malaysia - Indonesia, và Mexico (hai

lần) - Brazil - Argentina lên tới 20-50% tổng tài sản. Tại một số quốc gia, tổng tổn thất từ bảo hiểm tiền gửi, chính thức hay không chính thức, chiếm tới 15-20% GDP. Tổn thất cho vay trong hầu hết các quốc gia này đều lớn hơn nhiều so với những gì mà Hoa Kỳ từng hứng chịu trong cuộc Đại Suy thoái thập niên 1930.

Một số vụ phá sản ngân hàng mang tầm cỡ quốc gia. Sự liêu lĩnh của National Franklin của New York và Herstatt AG của Cologne khi đặt cược quá lớn lên hướng thay đổi giá trị ngoại hối của nhiều loại tiền tệ khác nhau đã đẩy chúng vào thảm họa. Crédit Lyonnais, ngân hàng lớn nhất nước Pháp, đã hứng chịu số tổn thất cho vay chiếm tới 30% tổng tài sản của nó, tương đương với 3% GDP của Pháp. Tuy nhiên những vụ phá sản ngân hàng như vậy chỉ là ngoại lệ. Trong các thập niên 1980 và 1990, phá sản ngân hàng thường là một chuỗi sự kiện có hệ thống, liên quan đến một số lượng lớn ngân hàng, và đôi khi bao gồm hầu như tất cả ngân hàng, trong một quốc gia. Các ngân hàng trong nhiều quốc gia khác cũng đã phải hứng chịu tổn thất cho vay nặng nề và sẽ phá sản nếu không thuộc quyền sở hữu của chính phủ.

Một vài nước như Nhật và Na Uy gặp phải khủng hoảng ngân hàng trong khi không có khủng hoảng ngoại hối. Một vài nước khác như Nam Phi và Brazil gặp phải khủng hoảng ngoại hối trong khi không có khủng hoảng ngân hàng. Tuy nhiên kịch bản chung ở nhiều quốc gia, chẳng hạn như Mexico, Argentina, Thái Lan, Malaysia, Nga, là khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng ngoại hối diễn ra vào cùng một thời điểm.

Vào đầu thập niên 1980, sự suy giảm mạnh mẽ trong giá dầu mỏ đã đẩy nhiều ngân hàng ở Texas, Oklahoma, và Louisiana vào tình thế phá sản; nhiều ngân hàng nhỏ ở Iowa, Kansas, và các bang khác trong khu vực nông nghiệp Midwest cũng rơi vào tình thế vỡ nợ, do bất động sản mà họ sử dụng làm thế chấp cho vay mất giá nhanh chóng. Đầu thập niên 1980, mức lãi suất ngắn hạn được đẩy lên cao đã khiến cho hàng nghìn tổ chức tiết kiệm bị lỗ nhiều hơn vốn. Cuối thập niên 1990, không lâu sau vụ sụp đổ tài chính ở Nga, quỹ đầu tư LTCM, một trong những quỹ đầu tư lớn nhất tại thời điểm đó, sụp đổ. LTCM đáng nhẽ đã phá sản nếu các chủ nợ lớn nhất của quỹ này không rót vốn cho nó dưới sự chỉ thị của Dự trữ Liên bang.

Đầu thập niên 1980, nhiều nước đang phát triển như Mexico, Brazil, và Argentina không trả được nợ nước ngoài. Cuối thập niên 1980, cả Argentina và Brazil đều gặp phải “siêu lạm phát” và chính phủ của họ không trả nổi nợ trong nước. Năm 2001, Argentina lại một lần nữa rơi vào tình thế vỡ nợ.

Đã có nhiều cuộc khủng hoảng ngoại hối xảy ra hơn bất kỳ một giai đoạn nào cùng thời lượng trước đó. Vào khoảng cuối thập niên 1960 - đầu thập niên 1970, hệ thống Bretton Woods về mức ngang giá hiệu chỉnh được sụp đổ, đánh dấu thời kỳ hỗn loạn nhất trong lịch sử tiền tệ. Tháng 8/1971, Mỹ từ bỏ nỗ lực duy trì mức ngang giá của đồng đô-la theo vàng ở mức 35 đô-la/1 aoxơ, mà sự ổn định của đồng đô-la lại đóng vai trò trọng tâm trong hệ thống Bretton Woods. Tháng 1/1972, Hiệp định Smithsonian đã thiết lập một tập hợp các mức ngang giá mới, chỉ để một năm sau, tháng 2/1973, đồng mác Đức, đồng yên Nhật, cùng phần lớn các đồng nội tệ trong các nước công nghiệp khác bắt đầu thả nổi.

Trong thời kỳ này, biên độ dao động giá trị ngoại hối của đồng nội tệ trong nhiều quốc gia so với các đối tác giao dịch chính của họ lớn hơn nhiều so với bất kỳ giai đoạn nào trước đó. Ban đầu, những dao động mạnh trong tỷ giá hối đoái được quy cho sự thiếu hiểu biết của những người tham gia thị trường đối với tỷ giá hối đoái thả nổi. Đầu thập niên 1980, giá trị ngoại hối của đồng peso Mexico, đồng cruzeiro Brazil, đồng peso Argentina, cùng tiền tệ của nhiều nước đang phát triển khác đều giảm mạnh. Mùa thu năm 1992, Cơ chế Tỷ giá chung của EU (ERM – European Exchange Rate Mechanism) sụp đổ; đồng markka Phần Lan, đồng krona Thụy Điển, đồng bảng Anh, đồng lira Ý, cùng nhiều đồng tiền châu Âu khác mất 30% giá trị của chúng so với đồng mác Đức.

Phạm vi “tăng đột biến” và “giảm đột biến” của các loại tiền tệ, được định nghĩa bằng khoảng cách giữa giá trị thực tế trên thị trường và giá trị dựa trên mức chênh lệch lạm phát, cũng lớn hơn nhiều so với bất kỳ giai đoạn nào trước đó. Cuối thập niên 1970, đồng đô-la giảm giá ở mức lớn hơn nhiều so với mức suy giảm dự tính, dựa trên chênh lệch tỷ lệ lạm phát giữa Mỹ so với Đức và Nhật. Đầu thập niên 1980, đồng đô-la tăng giá tới 60%, ngay cả khi tỷ lệ lạm phát ở Mỹ đang cao hơn Đức. Cuối thập niên 1990, tỷ

lệ lạm phát ở hai khu vực Mỹ và châu Âu không chênh nhau là mấy, ấy thế mà đồng euro – thay thế cho đồng mác Đức, đồng frăng Pháp, đồng lira Ý, cùng đồng tiền khác trong khối Liên minh Tài chính châu Âu – đã giảm giá tới 30% kể từ khi được thiết lập vào đầu năm 1999, và rồi tăng giá mạnh mẽ trong giai đoạn 2002-2004. Phạm vi tăng đột biến và giảm đột biến của các đồng nội tệ trong khu vực các nước đang phát triển và các thị trường mới nổi còn lớn hơn so với các nước công nghiệp. Cuối năm 1994 - đầu 1995, trong giai đoạn chuyển giao quyền tổng thống tại Mexico, đồng peso đã mất đến gần $\frac{1}{2}$ giá trị ngoại hối. 6 tháng cuối năm 1997, giá trị ngoại hối của đồng бат Thái, đồng ringgit Malaysia, đồng rupiah Indonesia, đồng won Hàn Quốc suy giảm từ 50-70%. Tháng 8/1998, đồng rúp Nga giảm giá mạnh. Tháng 1/1999, đồng real Brazil bị phá giá trên phạm vi rộng. Tháng 1/2001, đồng peso Argentina mất đến hơn $\frac{2}{3}$ giá trị..

Trong giai đoạn 1980 - 2000, có nhiều bong bóng giá tài sản xảy ra hơn bất kỳ giai đoạn nào trước đó. Trong nửa cuối thập niên 1980, Nhật gặp phải một “bong bóng giá cả kinh điển”; giá bất động sản tăng 9 lần, giá cổ phiếu tăng 6 lần, nguồn lực tài chính của Nhật dấy lên, nền kinh tế nước này bùng phát. Trong cùng giai đoạn, các nước Phần Lan, Na Uy, Thụy Điển đều gặp phải bong bóng bất động sản và cổ phiếu. Trong nửa đầu thập niên 1990, bong bóng bất động sản và cổ phiếu cũng xuất hiện tại Thái Lan, Malaysia, Indonesia, cùng một số nước lân cận trong khu vực Đông Nam Á. Cuối thập niên 1990, nguồn lực của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ được nhân đôi, giá trị của các doanh nghiệp dot.com và công nghệ thông tin tăng lên gấp bốn lần.

Những kiểu sụp đổ kinh tế từ phá sản ngân hàng, tăng đột biến/giảm đột biến của tài chính xung quanh mức cân bằng dài hạn, cho đến bong bóng bất động sản và cổ phiếu đều liên quan đến nhau một cách hệ thống. Chúng là hệ quả của những thay đổi trên quy mô lớn trong cường độ và hướng di chuyển của dòng vốn xuyên quốc gia. Trong suốt giai đoạn sụp đổ của chu kỳ tài chính, giá trị ngoại hối của đồng nội tệ giảm mạnh, bất động sản và cổ phiếu mất giá trầm trọng, hàng loạt ngân hàng phá sản. Những kiểu sụp đổ như vậy thường được báo trước bằng những cơn điên loạn mà trong đó, dòng vốn xuyên quốc gia dịch chuyển với cường độ lớn đến một số nước nhất định, làm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tại những nơi này, khiến các

đồng nội tệ tăng giá, và kéo theo giá bất động sản và cổ phiếu cũng tăng mạnh mẽ.

Một vài cú sốc trong số đó thật sự bất ngờ, nhưng phần lớn “có thể dự đoán trước”. Một “cú sốc có thể dự báo trước” nghe có vẻ mâu thuẫn, xét theo định nghĩa của từ “sốc”. Tuy nhiên, việc một số quốc gia ngày càng phụ thuộc vào vốn vay mới để trả lãi nợ cũ đã cho thấy dấu hiệu của sự phát triển không bền vững. Thói quen này bắt đầu xuất hiện trong giai đoạn điên cuồng của quá trình bành trướng kinh tế ở Mexico trong các thập niên 1980 và 1990, và ở Thái Lan, Malaysia, Indonesia trong thập niên 1990. Đến một lúc nào đó, việc các nước cho vay buộc phải giảm tốc độ cho vay đến những con nợ ngày-càng-đi-vay-nhiều-hơn này là việc không tránh khỏi, mặc dù khó có thể dự đoán chính xác chi tiết cụ thể và thời điểm diễn ra những thay đổi này. Một khi dòng vốn nước ngoài chảy vào các nước con nợ suy giảm, khả năng mà họ có thể thích nghi và tránh cho đồng nội tệ khỏi tụt giá là rất thấp. Tương tự như vậy, đến một thời điểm nào đó, việc giá bất động sản ở Nhật ngừng gia tăng là điều không tránh khỏi. Một khi nó xảy ra, nhà đầu tư thu mua bất động sản trước đó bằng tiền đi vay có thể sẽ gặp phải khó khăn về tiền mặt, bởi lẽ lãi nợ phải trả còn lớn hơn cả thu nhập cho thuê.

Nguyên nhân của rối loạn tài chính

Sự rối loạn tài chính trong giai đoạn từ đầu thập niên 1970 cho đến nay xuất phát từ tác động của những cú sốc tiền tệ và những cú sốc trong thị trường tín dụng lên cường độ và hướng di chuyển của dòng vốn xuyên quốc gia. Những cú sốc tiền tệ thường bắt đầu bằng một số thay đổi ngoài dự tính trong mức cung tiền tệ, mà hệ quả là những thay đổi dự tính trong tỷ lệ lạm phát và lãi suất. Trong khi đó, những cú sốc tín dụng thường bắt đầu bằng sự nói lỏng hay bãi bỏ một số rào cản tài chính, mà hệ quả là những thay đổi trong sự phân phối tín dụng cũng như số lượng tín dụng sẵn có cho một số nhóm người đi vay nhất định; những người đi vay mà trước đó có thể bị phạt tiền đến nay đột ngột trở nên hấp dẫn đối với những người cho vay. Trong một vài trường hợp, một cú sốc tín dụng và một cú sốc tiền tệ đồng thời diễn ra, gây tác động bổ sung lên dòng vốn xuyên quốc gia.

Dòng vốn chảy vào một quốc gia gia tăng sẽ kéo theo sự gia tăng giá trị của đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối, và của chứng khoán và các tài sản khác trong thị trường nội địa. Việc tiền tệ, chứng khoán, và các tài sản sẵn có đồng loạt tăng giá trong suốt giai đoạn điên cuồng của quá trình bùng nổ sẽ thúc đẩy mức giá thị trường gia tăng cao hơn mức cân bằng dài hạn. Một cú sốc như vậy sẽ kích hoạt những thói quen cho vay không bền vững. Một khi dòng vốn nước ngoài chảy vào suy giảm, đồng nội tệ gần như luôn mất giá trên thị trường ngoại hối. Trong một số trường hợp, điều này sẽ kích hoạt một vụ sụp đổ giá tài sản ở mức 50-60% hoặc tệ hơn.

Cú sốc lớn đầu tiên trong thời kỳ rối loạn kéo dài mà chúng ta đang xem xét là thực trạng tỷ lệ lạm phát hàng năm ở Mỹ cao tới mức 5-6% trong nửa cuối thập niên 1960. 20 năm trước đó, tỷ lệ lạm phát hàng năm ở đây gần như luôn dưới 3%, và thường thấp hơn so với Đức và các nước lân cận trong khu vực Tây Âu. Thâm hụt cán cân thanh toán hàng năm của Mỹ gia tăng do khả năng suy giảm của giá trị ngoại hối của đồng đô-la sẽ có vẻ ngày càng cao. Hoặc đồng đô-la sẽ phá giá, hoặc đồng mác Đức, đồng yên Nhật, cùng nhiều đồng tiền khác phải được định giá lại. Trước những thay đổi dự tính này, nhà đầu tư và các doanh nghiệp rút vốn khỏi Mỹ để hạn chế các tổn thất có thể xảy ra trong tương lai, khi các mức ngang giá thay đổi, hoặc sinh lời từ đó. Sau đó, Mỹ miễn cưỡng phá giá đồng đô-la, Đức, Pháp, Nhật miễn cưỡng định giá lại các đồng nội tệ tương ứng, và điều này chỉ gia tăng sự mất cân đối giữa các cán cân thanh toán. Mức dự trữ ngoại hối của Đức, Nhật, cùng nhiều nước đang có thặng dư cán cân thanh toán vẫn tiếp tục tăng lên, thậm chí với tốc độ còn cao hơn. Đến năm 1971, khi tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát của Mỹ suy giảm, Dự trữ Liên bang mới bắt đầu áp dụng một chính sách tiền tệ cởi mở hơn; chính sách này đã gây tác động làm giảm lãi suất trên chứng khoán đô-la và đẩy cao cường độ của dòng vốn ngắn hạn từ New York đến các trung tâm tài chính nước ngoài.

Một cơn lạm phát toàn cầu như trong giai đoạn đầu thập niên 1970 chưa từng xảy ra trước đó trong các thời kỳ không có chiến tranh. Nó được kích hoạt bởi sự gia tăng cung ứng tiền tệ tại nhiều nước công nghiệp lớn, sau khi Mỹ áp dụng một chính sách tiền tệ cởi mở và thặng dư thanh toán trong Nhật, Đức, cùng nhiều nước Tây Âu khác ngày một gia tăng

Sự gia tăng nhanh hơn trong tỷ lệ lạm phát của Mỹ so với Đức, Hà Lan, Thụy Sĩ vào cuối thập niên 1960 có nghĩa là một sự thay đổi thứ tự các mức ngang giá hiệu chỉnh được trong các quốc gia này là đi đầu không tránh khỏi. Tỷ lệ lạm phát hàng năm của Mỹ cao hơn Đức đến hơn 2% cũng cho thấy sự không khả thi của hệ thống ngang giá hiệu chỉnh được. Và việc đồng mác Đức cũng như các đồng tiền châu Âu khác buộc phải từ bỏ ngang giá cũng là đi đầu không tránh khỏi.

Sự gia tăng cung ứng tiền tệ ở Mỹ cùng nhiều nước công nghiệp khác trong đầu thập niên 1970 đã góp phần kích hoạt một vụ bùng nổ kinh tế toàn cầu. Mức cầu cho các sản phẩm sơ cấp đẩy lên, dầu mỏ và các loại hàng hóa khác đồng loạt lên giá, tăng trưởng GDP trong các nước sản xuất những loại hàng hóa này được đẩy mạnh. Lệnh cấm vận dầu mỏ của Ả-rập Saudi đối với Hoa Kỳ và Hà Lan sau Cuộc chiến Yom Kippur trong tháng 10/1973 đã kích thích mức cầu cho dầu mỏ và làm giá dầu mỏ tăng mạnh. Nhưng ảnh hưởng mà sự suy giảm cung ứng dầu mỏ sau khi Irắc xâm lược Iran trong năm 1980 gây ra đối với cơn lạm phát toàn cầu còn lớn hơn nhiều.

Trước sự gia tăng dự tính trong tỷ lệ lạm phát toàn cầu, phản ứng của nhà đầu tư là tiến hành thu mua vàng và các kim loại đắt giá, những bộ sưu tập quý hiếm, bất động sản, cùng nhiều loại “tài sản cứng” khác.

Tỷ lệ lạm phát toàn cầu gia tăng vào đầu thập niên 1970 đã kích hoạt một cú sốc tín dụng, đồng thời thúc đẩy mức tăng trưởng cho vay ngân hàng tới Mexico, Brazil, Argentina, cùng nhiều nước đang phát triển khác. Trong suốt thập niên 1970, những khoản cho vay như vậy tăng ở mức 30%/năm. Các ngân hàng có trụ sở chính ở nhiều nước châu Âu và Nhật đã dùng số đô-la thu được từ các thị trường tiền gửi nước ngoài tại London, Zurich, Luxembourg để cho vay chính phủ và các doanh nghiệp thuộc quyền sở hữu chính phủ trong khu vực châu Mỹ La-tinh. Mà châu Mỹ La-tinh lại là “thị trường độc quyền” của các ngân hàng Mỹ. Các ngân hàng Mỹ cạnh tranh hung hãn trong nỗ lực bảo vệ thị phần, ngay cả khi đi đầu đòi hỏi những ngân hàng này phải lách các đi đầu luật đang hạn chế mức cho vay và tổng tài sản trong nước của họ. Nợ nước ngoài của nhóm các ngân hàng đi vay kể trên gia tăng ở mức 20%/năm.

Một số thay đổi trong thủ tục hoạt động của Dự trữ Liên bang trong tháng 10/1979 đã gây nên cú sốc lớn thứ hai cho nền kinh tế toàn cầu (“cú sốc Volcker”). Gần như ngay lập tức, cú sốc này xua tan mọi dự đoán về mức lạm phát ngày càng tăng nhanh, và chỉ sau 10 tuần kể từ khi chính sách được áp dụng, giá dầu đã đạt cực điểm. Trước đó, Dự trữ Liên bang chỉ ổn định hóa lãi suất và để cho thị trường tự xác định mức tăng trưởng tín dụng. Dưới chính sách mới, FED mong muốn hạn chế tốc độ tăng trưởng tín dụng.

Tốc độ tăng trưởng cho vay ngân hàng giảm mạnh đã đẩy cao mức lãi suất trên các chứng khoán đô-la, làm giảm chi tiêu đầu tư và kích hoạt một cơn suy thoái kinh tế toàn cầu. Dầu và các loại hàng hóa khác đồng loạt mất giá.

Mexico cũng như các nước đang phát triển khác đang bị siết chặt giữa sự gia tăng mạnh mẽ trong lãi suất trên các khoản cho vay nước ngoài, và sự suy giảm trong sản lượng và giá cả của hàng xuất khẩu. Lãi suất trên các chứng khoán đô-la tăng lên, giá dầu giảm, những cơn phá sản ngân hàng xảy ra trên quy mô lớn tại Texas và các khu vực sản xuất dầu khác. Khi giá đất trũng hạ, nhiều ngân hàng tại các bang sản xuất ngũ cốc trong khu vực Midwest sụp đổ. Lãi suất tiền gửi ngắn hạn mà các tổ chức tiết kiệm ở Mỹ phải trả gia tăng nhanh chóng. Trong nhiều trường hợp, nó thậm chí còn vượt quá mức lãi suất mà họ kiếm được trên các biên bản thế chấp dài hạn và làm xói mòn vốn liếng của các tổ chức này.

Sự kết hợp giữa lãi suất trên chứng khoán đô-la tăng mạnh và tỷ lệ lạm phát dự tính của Mỹ giảm mạnh đã kích thích mức cầu cho chứng khoán đô-la từ nhà đầu tư. Giá đồng đô-la bắt đầu tăng tốc.

Trong nửa cuối thập niên 1980, một cú sốc tín dụng lớn đã xảy ra khi Nhật nói lỏng kiểm soát đối với hoạt động ngân hàng trong nước. Trước đó, các ngân hàng Nhật phải hoạt động dưới một cơ cấu kiểm soát khắt khe. Họ bị hạn chế cả về lãi suất bỏ ra trên tiền gửi lẫn lãi suất thu về trên khoản cho vay. Hơn nữa, dưới sự chỉ thị của các nhà chức trách, họ buộc phải gia hạn cho vay tới các công ty công nghiệp trong những ngành mà chính phủ Nhật coi là quan trọng và mang tính chiến lược. Quyết định tự do hóa tài chính

của Nhật dựa trên hai cơ sở. Thứ nhất, khi mức cầu công nghiệp cho các khoản cho vay ngân hàng đã suy giảm, thì sự ưu đãi trong việc phân phối tín dụng giữa những người đi vay cũng trở nên không còn cần thiết. Thứ hai, chính phủ Hoa Kỳ đang đòi hỏi các ngân hàng và công ty tài chính nước này phải có quyên truy cập thị trường ngân hàng và thị trường vốn tại Tokyo, tương tự như những gì mà các ngân hàng Nhật có được tại Hoa Kỳ.

Tự do hóa tài chính không chỉ cho phép các ngân hàng Nhật có trụ sở tại Tokyo và Osaka đẩy mạnh cho vay bất động sản trong nước mà còn cho phép họ tăng cường số lượng chi nhánh và công ty con. Dòng vốn tiết kiệm chảy với cường độ mạnh hơn từ Nhật đến Mỹ và các nước châu Âu. Câu nói rập khuôn tại New York và Tokyo lúc bấy giờ là “Nếu người Nhật ngừng thu mua công trái Hoa Kỳ thì không hiểu Bộ Tài chính Hoa Kỳ sẽ lấy đâu ra tiền để cấp vốn cho thâm hụt ngân sách?” Các chi nhánh nước ngoài mới thành lập nhanh chóng đẩy mạnh cho vay trong nước chủ nhà, sử dụng tiền thu được từ thị trường tiền gửi nước ngoài. Với động cơ gia tăng thị phần, các chi nhánh này thường đòi hỏi mức lãi suất thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh của nước chủ nhà. Hơn nữa, nhà đầu tư Nhật bắt đầu thu mua bất động sản – cao ốc văn phòng, nhà ở, sân golf, khu trượt tuyết – trong các thành phố lớn của Mỹ và nhiều trung tâm tài chính trọng yếu đặt tại các nước công nghiệp khác. Phần lớn những vụ thu mua này lại được cấp vốn bằng tiền đi vay từ chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Nhật.

Mùa xuân năm 1985, đồng đô-la giảm giá. Các ngân hàng trung ương ở Nhật cùng nhiều nước Tây Âu bắt đầu tiến hành thu mua đô-la trên thị trường ngoại hối nhằm hạn chế sự tăng giá của các đồng nội tệ tương ứng. Mức cung tiền tệ trong các nước này gia tăng nhanh chóng.

Đầu năm 1990, quyết định của Thống đốc Ngân hàng Nhật mới bổ nhiệm nhằm hạn chế tốc độ tăng trưởng cho vay đối với bất động sản đã chọc thủng bong bóng giá tài sản tại Nhật. Bất động sản và cổ phiếu mất giá tới 30% trong năm 1990, 25% trong năm 1991; tăng trưởng kinh tế suy giảm đến khó tin. Đồng yên Nhật lên giá đáng kể trên thị trường ngoại hối do sản lượng xuất khẩu đang tăng lên trong tương quan với sản lượng nhập

khâu. Giá trị ngoại hối của đồng yên tăng ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp Nhật, và họ bắt đầu đẩy mạnh đầu tư vào trang thiết bị sản xuất ở Trung Quốc, Thái Lan, và nhiều quốc gia khác trong khu vực Đông Nam Á. Các quốc gia này sẽ được sử dụng như những nguồn cung chính cho các thị trường ở Nhật, Hoa Kỳ, cũng như nhiều nước công nghiệp khác. Trong nhiều trường hợp, các doanh nghiệp Nhật sẽ đầu tư vào khâu lắp ráp, trong khi các bộ phận với giá trị gia tăng cao sẽ được nhập khẩu từ Nhật. Trước sự mở rộng của các doanh nghiệp Nhật, các ngân hàng nước này cũng tiến hành đẩy mạnh cho vay vào các nước Đông Nam Á.

Sự phát triển của Trái phiếu Brady trong những năm 1989 - 1990 đã cho phép Mexico và các nước đang phát triển quy đổi các khoản cho vay ngân hàng không được chi trả thành trái phiếu dài hạn. Chính phủ Hoa Kỳ sẽ chịu bảo lãnh một phần các trái phiếu đó. Cải cách này đã chấm dứt giai đoạn cô lập tài chính (“thập niên lạc lối”) cho các nước đi vay kể trên.

Sau đó, Mexico bắt đầu công tác chuẩn bị cho tư cách thành viên của nó trong Hiệp ước Tự do Mậu dịch Bắc Mỹ NAFTA. Một chính sách tiền tệ thu hẹp được áp dụng để hạn chế tỷ lệ lạm phát. Hàng trăm doanh nghiệp thuộc quyền sở hữu chính phủ được tư hữu hóa. Các giao dịch và hoạt động kinh doanh quốc tế được tự do hóa. Các doanh nghiệp tại Mỹ, châu Âu, Nhật đẩy mạnh đầu tư vào trang thiết bị chế tạo tại Mexico. Đầu tư trực tiếp nước ngoài gia tăng. Lãi suất cao trên chứng khoán peso cũng hấp dẫn các quỹ thị trường tiền tệ Hoa Kỳ. Các quỹ hưu trí và quỹ tương hỗ Hoa Kỳ tiến hành đẩy mạnh thu mua cổ phiếu của một loại tài sản mới – “chứng khoán trong thị trường mới nổi”.

Đầu năm 1994, một số vấn đề chính trị đã làm giảm cường độ dòng vốn nước ngoài chảy vào Mexico. Một cuộc khởi nghĩa da đỏ nổ ra trong tỉnh tận cùng phía nam nước này; hai tháng sau, ứng cử viên sáng giá trong cuộc tranh cử tổng thống thuộc đảng cầm quyền bị ám sát. Dòng vốn nước ngoài chảy vào suy giảm có nghĩa là Mexico không còn có thể cấp vốn cho thâm hụt cán cân thanh toán của nó nữa. Thâm hụt cán cân thanh toán Mexico sau đó lên tới 6% GDP.

Cuối năm 1996, các công ty tài chính thuộc quyền sở hữu của các ngân hàng Thái Lan đã phải hứng chịu tổn thất cho vay nặng nề, khiến cho dòng vốn nước ngoài chảy vào Thái Lan suy giảm đáng kể. Các công ty tài chính này vốn được thành lập để lách cơ cấu kiểm soát đối với các hoạt động cho vay của ngân hàng mẹ; trên thực tế, tổn thất của chúng cũng là tổn thất của ngân hàng chủ quản. Đầu tháng 7/1997, với mức tài sản dự trữ quốc tế gần như cạn kiệt, Ngân hàng Thái Lan đã không còn khả năng duy trì giá trị ngoại hối của đồng bạc Thái. Sự giảm giá của đồng bạc sau đó kích hoạt một hiệu ứng lan truyền; khi nó lan đến các nước châu Á, sản lượng nhập khẩu của những nước này đột ngột suy giảm ở mức 150 tỷ đô-la trong tương quan với sản lượng xuất khẩu.

Một vài trong số những cú sốc kể trên thật sự bất ngờ. Khó có thể đoán trước được những sự kiện chính trị ở Mexico trong vài tháng đầu năm 1994. Tuy nhiên, với một tốc độ tăng giá cổ phiếu và bất động sản quá cao ở Nhật vào cuối thập niên 1980, cũng như mức giá ngất trời của những tài sản này, nền kinh tế Nhật khó có thể phát triển bền vững. Một khi giá bất động sản và cổ phiếu ngừng tăng, Nhật sẽ không tránh khỏi một vụ sụp đổ. Tương tự, mức thâm hụt cán cân thanh toán nặng nề của Mexico trong năm 1994 là không bền vững. Cho dù không có một cú sốc chính trị nào, thì việc các nước chủ nợ ngừng gia hạn cho vay tới Mexico sớm muộn cũng sẽ xảy ra. Các mức thâm hụt cán cân thanh toán nặng nề của Thái Lan và Malaysia trong năm 1996 cũng không bền vững. Một điều gì đó có thể đã khiến cho dòng vốn nước ngoài chảy vào các nước này suy giảm, và làm giảm giá trị các đồng nội tệ của họ, mặc dù khó có thể nói trước được chất xúc tác đó là gì. Sự bùng nổ của bong bóng bất động sản và cổ phiếu ở Nhật, và những bong bóng theo sau ở Thái Lan và Malaysia là không tránh khỏi, đơn giản là vì bong bóng sẽ luôn nổ. Tương tự, sự xoay chiều trong giá trị ngoại hối của đồng đô-la từ mức định giá quá cao của nó vào giữa thập niên 1980 cũng không tránh khỏi.

Tác động của những cú sốc tiền tệ và tín dụng

Điểm đáng chú ý trong giai đoạn từ đầu thập niên 1970 là biên độ dao động của dòng vốn xuyên quốc gia, tính bằng mức độ thay đổi trong tỷ số giữa cán cân mậu dịch trên GDP, lớn hơn nhiều so với bất kỳ giai đoạn nào

trước đó. Khi nền kinh tế Mexico đang phồn vinh và vốn nước ngoài đang chảy vào quốc gia này, thâm hụt mậu dịch của nó đạt tới 7% GDP. Đến khi nguồn vốn trong và ngoài nước rò rỉ do khủng hoảng tài chính, thặng dư mậu dịch của nó giảm xuống 4% GDP. Đây là một sự thay đổi rất lớn và đột ngột. Nó tác động mạnh mẽ lên giá trị ngoại hối của đồng peso, lên giá cổ phiếu và bất động sản, lên tỷ lệ lạm phát, và lên khả năng chi trả của các doanh nghiệp, các hộ gia đình, và các ngân hàng nước này.

Những thay đổi lớn trong tỷ số giữa cán cân mậu dịch trên GDP ở nhiều quốc gia xuất phát từ sự dao động mạnh trong cường độ và hướng di chuyển của dòng vốn xuyên quốc gia. Mô hình mà Minsky áp dụng để mô phỏng các dao động theo chu kỳ của mức cung tín dụng có thể được mở rộng để nói về các dao động theo chu kỳ của dòng vốn xuyên quốc gia. Gia tăng dòng vốn chảy vào một quốc gia sẽ đẩy cao giá trị ngoại hối của đồng nội tệ và làm tăng giá cổ phiếu cùng các loại tài sản được giao dịch tại nước này. Gia tăng dòng vốn xuyên quốc gia chảy vào một nước thường kèm theo tăng trưởng tín dụng trong nước mà kết quả là phồn vinh kinh tế.

Một số cú sốc tín dụng và một số cú sốc tiền tệ đã thúc đẩy dòng vốn chảy vào một quốc gia, khiến cho hàng hóa, tiền tệ, cổ phiếu, bất động sản sẵn có tại nước đó đồng loạt lên giá. Chừng nào tiền tệ và cổ phiếu còn tiếp tục lên giá, lợi suất cho các chủ sở hữu chứng khoán và tiền tệ sẽ còn cao và còn tiếp tục gia tăng; mức độ lạc quan về tương lai kinh tế sẽ được cải thiện. Sau đó, một cú sốc khác sẽ kích hoạt sự xoay chiều của dòng vốn xuyên quốc gia. Kết quả là một cuộc khủng hoảng tài chính mà trong đó, tiền tệ, chứng khoán, và các tài sản khác sụt giá mạnh mẽ.

Những cú sốc thất thường như vậy xuất phát từ những thay đổi lớn trong sở thích của nhà đầu tư cho chứng khoán và các tài sản khác viết bằng nhiều loại tiền tệ khác nhau. Khi nhà đầu tư trở nên lo ngại về nguy cơ lạm phát gia tăng ở Mỹ trong thập niên 1970, họ đã bán chứng khoán đô-la để có vốn thu mua chứng khoán viết bằng đồng mác Đức, đồng frăng Thụy Sĩ, đồng bảng Anh. Đồng đô-la sau đó giảm giá nhanh hơn nhiều so với mức dự tính từ chênh lệch lạm phát. Cũng trong giai đoạn này, giá vàng gia tăng “vì vàng là một loại bảo hiểm lạm phát tốt”, mặc dù phần trăm gia tăng hàng năm trong giá vàng vào nửa cuối thập niên 1980 lớn hơn nhiều

so với phần trăm gia tăng hàng năm trong mức giá Hoa Kỳ. Đầu năm 1980, nhà đầu tư bị thuyết phục rằng tỷ lệ lạm phát ở Hoa Kỳ sẽ giảm; họ bắt đầu bán chứng khoán viết bằng đồng mác Đức và các đồng tiền khác để có vốn thu mua các chứng khoán đô-la; đồng đô-la sau đó tăng giá nhanh chóng.

Có thể giải thích cho sự dao động mạnh của dòng vốn xuyên quốc gia trong 30 năm trở lại đây là, các cú sốc, đặc biệt nếu chúng liên quan đến một sự thay đổi trong chính sách tiền tệ, có quy mô lớn hơn nhiều so với các giai đoạn trước. Trong các giai đoạn trước, tiền tệ thường được cố định tỷ giá hoặc được cam kết duy trì ở mức ngang giá. Một trong những nguyên nhân chính cho việc áp dụng tỷ giá thả nổi là một khi tiền tệ không còn bị cố định tỷ giá, các ngân hàng trung ương sẽ có thể độc lập hơn nhiều trong việc thay đổi các chính sách tiền tệ nhằm đạt được một số mục tiêu kinh tế trong nước nhất định. Khi một đồng tiền không bị cố định tỷ giá theo vàng hay một ngoại tệ nào khác, ngân hàng trung ương sẽ có quyền thay đổi lãi suất cũng như tốc độ tăng trưởng mức cung tiền tệ. Trên thực tế, việc cam kết giữ mức ngang giá của một đồng nội tệ thường làm hạn chế khả năng thay đổi chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương, và đặc biệt là khả năng thích nghi của một chính sách tiền tệ cởi mở hơn. Khi một nước cam kết giữ mức ngang giá, tỷ lệ lạm phát của nó sẽ không được phép chênh lệch quá nhiều so với các đối tác giao dịch trọng yếu. Khi không có một cam kết giữ mức ngang giá, các chính sách mà ngân hàng trung ương áp dụng sẽ có thể tác động làm thay đổi tỷ lệ lạm phát hiện tại và tỷ lệ lạm phát dự tính trong tương lai. Lần lượt những thay đổi này sẽ kích hoạt những thay đổi tương ứng trong dòng vốn xuyên quốc gia. Do đó, biên độ dao động lớn hơn của dòng vốn xuyên quốc gia so với các giai đoạn trước có thể giải thích bằng một thực tế là những thay đổi trong chính sách tiền tệ và tỷ lệ lạm phát dự tính trong giai đoạn này có quy mô lớn hơn nhiều.

Biên độ dao động lớn hơn nhiều của dòng vốn xuyên quốc gia phần nào cho thấy, mức độ nghiêm trọng của những cú sốc tiền tệ là lớn hơn nhiều so với khi các đồng tiền bị cố định tỷ giá. Trong một môi trường tiền tệ thả nổi, những cú sốc này đã làm thay đổi ước lượng của nhà đầu tư đối với tỷ lệ lạm phát trong một nước nhất định, và mức hối suất ngoại hối tiền mặt dự tính trong tương lai xa cũng thay đổi theo. Chính sách mở rộng tiền tệ của Mỹ vào cuối thập niên 1960 - đầu thập niên 1970 đã làm tăng mức ước

lượng của nhà đầu tư đối với tỷ lệ lạm phát nước này, và tỷ giá hối đoái của đồng đô-la cũng suy giảm theo. Việc nhà đầu tư bán chứng khoán đô-la để lấy vốn thu mua chứng khoán nước ngoài đã làm giảm giá trị của đồng đô-la. Trên thực tế, chính sự mua vào đồng mác Đức, đồng frăng Thụy Sĩ, và những loại tiền tệ khác của những nhà đầu tư này đã góp phần làm giảm mức ước lượng của họ về giá trị ngoại hối của đồng đô-la.

Nếu nhà đầu tư tăng tỷ lệ các chứng khoán không viết bằng đồng đô-la trong danh mục đầu tư, Mỹ sẽ phải có một mức thặng dư tài khoản vãng lai lớn hơn; muốn thế, đồng đô-la phải giảm giá nhanh hơn so với mức dự tính từ chênh lệch lạm phát quốc gia. Chừng nào nhà đầu tư còn cố gắng tăng tỷ lệ các chứng khoán không viết bằng đồng đô-la trong danh mục đầu tư của họ, đồng đô-la sẽ còn giảm giá dưới mức dự tính từ chênh lệch lạm phát quốc gia.

Tương tự, chính sách thu hẹp tiền tệ của Mỹ vào mùa thu năm 1979 đã sớm dẫn tới việc nhà đầu tư giảm mức ước lượng cho tỷ lệ lạm phát nước này, và mức ước lượng của họ về giá trị ngoại hối của đồng đô-la cũng tăng theo. Trên thực tế, sự mua vào đô-la trên thị trường ngoại hối đã khiến cho đồng đô-la tăng giá. Nếu nhà đầu tư tăng tỷ lệ chứng khoán đô-la trong danh mục đầu tư của họ, Mỹ sẽ cần phải có thâm hụt tài khoản vãng lai và thâm hụt mậu dịch. Sự tăng giá của đồng đô-la so với giá trị tạo ra từ chênh lệch lạm phát quốc gia là không tránh khỏi chừng nào mà nhà đầu tư còn thu mua chứng khoán đô-la với tốc độ nhanh hơn.

Tăng đột biến và giảm đột biến là không tránh khỏi khi nhà đầu tư muốn đẩy mạnh hoặc hạn chế sức mua cho các chứng khoán viết bằng một đồng tiền nhất định. Những câu nói rập khuôn mà chúng ta đã áp dụng để phản ánh độ chênh lệch giữa tỷ giá hối đoái trên thị trường và tỷ giá hối đoái tính bằng chênh lệch lạm phát giữa các quốc gia – “chu kỳ tích cực và tiêu cực”, “đầu cơ gây mất ổn định” – cũng phần nào cho thấy tầm ảnh hưởng của những thay đổi đột ngột trong cường độ và hướng di chuyển của dòng vốn xuyên quốc gia. Những thay đổi trong tỷ lệ lạm phát dự tính – hay đúng hơn là những thay đổi trong mức chênh lệch lạm phát giữa các quốc gia – thường kéo theo tăng đột biến hay giảm đột biến, chính vì ảnh hưởng của những thay đổi này lên hối suất ngoại hối tiền mặt dự tính. Ngược lại,

những cú sốc ở Nhật trong nửa cuối thập niên 1980, khi Ngân hàng Nhật can thiệp vào thị trường ngoại hối để kìm hãm sự tăng giá của đồng yên, có vẻ như không gây ảnh hưởng lớn nào lên giá trị ngoại hối dự tính của đồng yên, cũng như lên phạm vi tăng đột biến của nó.

Chính vì bong bóng cổ phiếu và bất động sản ở Nhật đã tác động lên cả sức mua chứng khoán nước ngoài của người Nhật lẫn sức mua chứng khoán Nhật của người nước ngoài, cho nên sự thay đổi trong mức cầu cho chứng khoán đồng yên đã làm thay đổi giá trị ngoại hối của đồng tiền này. Về lý thuyết, những cú sốc tín dụng không tác động trực tiếp lên tỷ lệ lạm phát dự tính, cho nên chúng cũng không gây ảnh hưởng trực tiếp tới giá trị ngoại hối của các đồng nội tệ về lâu dài. Tuy nhiên, những cú sốc tín dụng trong 30 năm trở lại đây đã tác động mạnh lên giá trị ngoại hối của đồng peso Mexico, đồng бат Thái Lan, đồng đô-la Mỹ, chính vì chúng đã làm thay đổi sức mua vào của nhà đầu tư cho chứng khoán viết bằng những đồng tiền này.

Có một cách giải thích khác cho biên độ dao động lớn hơn nhiều trong giai đoạn này của tỷ số giữa cán cân thương mại trên GDP. Khi đồng tiền một quốc gia không bị cố định tỷ giá, một cú sốc làm tăng mức cầu cho chứng khoán viết bằng đồng tiền đó sẽ gây ảnh hưởng tức thì tới GDP nước này, mà ảnh hưởng này lại có quy mô lớn hơn so với ảnh hưởng mà sự tăng giá các cổ phiếu và bất động sản được giao dịch trong nước gây ra. Khi đồng tiền một quốc gia bị cố định tỷ giá, một sự gia tăng dòng vốn tiết kiệm chảy vào sẽ gây tác động trực tiếp lên quốc gia đó ở chỗ, mức tài sản dự trữ quốc tế của ngân hàng trung ương nước này sẽ được đẩy cao và số nợ tiền tệ của nó cũng tăng theo. Sức mua của nhà đầu tư nước ngoài gia tăng kéo theo chứng khoán sẵn có tại nước này lên giá. Những người bán chứng khoán cho các nhà tiết kiệm nước ngoài này lại dùng số tiền thu được để mua chứng khoán từ người dân trong nước, và làm giá chứng khoán một lần nữa gia tăng mạnh hơn.

Khi đồng tiền của một quốc gia không bị cố định tỷ giá, sự gia tăng tương tự trong mức cầu cho chứng khoán viết bằng đồng tiền đó sẽ kích hoạt một quá trình hiệu chỉnh. Quá trình đó đảm bảo rằng cán cân thương mại nước này sẽ thay đổi một lượng tương ứng với mức gia tăng trong dòng vốn tiết

kiệm từ nước ngoài. Dưới tác động của “bàn tay vô hình”, sự gia tăng trong dòng vốn tiết kiệm từ nước ngoài sẽ có ảnh hưởng trực tiếp lên đầu tư và tiêu dùng trong nước; bởi lẽ chi tiêu đầu tư gia tăng khi chi phí vốn suy giảm, và chi tiêu tiêu dùng gia tăng khi các hộ gia đình trở nên giàu có hơn. Mức gia tăng trong tổng chi tiêu phần lớn xuất phát từ mức gia tăng trong chi tiêu tiêu dùng hộ gia đình; do trong hầu hết các quốc gia, chi tiêu tiêu dùng trong nước thường nhiều hơn từ ba đến bốn lần chi tiêu đầu tư. Mặt trái của sự gia tăng trong chi tiêu tiêu dùng là tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình sụt giảm. (Ngược lại, sẽ không có một sự biến động tương tự trong mối quan hệ tiết kiệm - đầu tư nếu đồng tiền bị cố định tỷ giá, vì ngân hàng trung ương sẽ có thể điều chỉnh lượng tài sản dự trữ quốc tế trước sự gia tăng trong dòng vốn tiết kiệm từ nước ngoài). Kết quả không tránh khỏi của quá trình hiệu chỉnh này là tỷ lệ tiết kiệm trong nước sẽ suy giảm trong tương quan với đầu tư trong nước, mỗi khi dòng vốn tiết kiệm xuyên quốc gia chảy vào một nước gia tăng.

Sự thay đổi trong mối quan hệ đầu tư - tiết kiệm ở cả những nước nhận vốn tiết kiệm từ nước ngoài cũng như những nước cung cấp vốn tiết kiệm ra nước ngoài xuất phát từ những biến động giá cả và thu nhập tương đối. Biến động giá cả tương đối cho thấy, đồng tiền của nước nhận được sự gia tăng vốn tiết kiệm từ nước ngoài sẽ tăng giá trên thị trường ngoại hối (với hối suất tự do, còn với hối suất cố định, gia tăng vốn tiết kiệm từ nước ngoài sẽ đẩy cao lượng dự trữ ngoại tệ của ngân hàng trung ương). Bản thân sự tăng giá của đồng nội tệ không gây ảnh hưởng trực tiếp lên tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình, mặc dù ở mức độ nào đó, nhu cầu nhập khẩu gia tăng sẽ kéo theo chi tiêu tiêu dùng hàng nội địa suy giảm, và tác động tiêu cực tới GDP trong nước.

Bàn tay vô hình sẽ đẩy mạnh tăng trưởng GDP trong những nước nhận được sự gia tăng dòng vốn tiết kiệm từ nước ngoài, thông qua những chuyển biến tích cực trong cả chi tiêu tiêu dùng lẫn chi tiêu đầu tư. Chi tiêu tiêu dùng gia tăng khi các hộ gia đình sở hữu những cổ phiếu và tài sản đang lên giá trở nên giàu có hơn. Chi tiêu đầu tư gia tăng do nhà đầu tư sẽ giảm tỷ lệ tiết kiệm trên tổng thu nhập khi họ đạt được các “mục tiêu tài chính” mà việc cổ phiếu và tài sản lên giá cho phép.

Do đó, nguyên nhân gây nên những biến động trong tỷ số giữa cán cân thương mại trên GDP là sự gia tăng ban đầu trong dòng vốn tiết kiệm chảy vào một nước đã kích hoạt một quá trình hiệu chỉnh. Từ đó, lợi suất trên chứng khoán và tài sản sẵn có được đẩy cao; mức giàu có tăng lên thúc đẩy phần vịnh kinh tế. Trên thực tế, đây là một chu kỳ mang tính phản hồi: gia tăng dòng vốn tiết kiệm chảy vào kéo theo gia tăng lợi suất; đổi lại, gia tăng lợi suất sẽ thu hút thêm vốn tiết kiệm chảy vào. Có lẽ bởi vì kinh tế trong nước sau đó bùng nổ trên phạm vi rộng và trong một thời gian dài cho nên rất nhiều người tham gia thị trường đã không thể nhận ra rằng mô hình vòng quay tiền mặt xuyên quốc gia này không thể kéo dài.

Dòng vốn tiết kiệm chảy vào một nước tăng kéo theo đồng nội tệ lên giá trên thị trường ngoại hối và đẩy cao giá cổ phiếu trong nước. Mức lợi suất trên cổ phiếu trong nước cao hơn dự tính sẽ lại thu hút thêm vốn nước ngoài. Hơn nữa, giá chứng khoán trong những nước cung cấp vốn ra nước ngoài sẽ suy giảm. Trước sự mất giá dự tính của những chứng khoán này, chủ sở hữu của chúng càng muốn chuyển vốn ra ngoài nhiều hơn nhằm hạn chế tổn thất có thể xảy ra trong tương lai.

Gia tăng dòng vốn tiết kiệm chảy vào luôn gắn liền với phần vịnh kinh tế. Các dẫn chứng lịch sử đã chứng minh cho kịch bản này: Mexico và các nước đang phát triển khác trong thập niên 1970; Mexico, Thái Lan cùng nhiều nước châu Á khác trong nửa đầu thập niên 1990; Mỹ trong nửa sau thập niên 1990. Sự lên giá của đồng nội tệ tại các quốc gia này đã làm giảm áp lực lạm phát mà sự mở rộng kinh tế gây ra. Gia tăng giá xuất khẩu trong tương quan với giá nhập khẩu cũng góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, đây là một mô hình vòng quay tiền mặt không bền vững; một số người đi vay trong nước nhận vốn đã lấy tiền của chủ nợ này để trả lãi cho chủ nợ kia. Bùng nổ kinh tế kéo dài chính là nguyên nhân giải thích tại sao phần lớn những người cho vay đã không nhận ra rằng sớm hay muộn thì một sự đi đầu chỉnh cũng sẽ xảy ra.

Sự dao động trong dòng vốn tiết kiệm xuyên quốc gia cũng tuân theo mô hình Minsky, rằng mọi thay đổi trong mức cung tín dụng đều thuận theo chu kỳ. Một khi dòng vốn tiết kiệm từ nước ngoài chảy vào gia tăng, tăng trưởng tín dụng trong nước hầu như sẽ luôn tăng theo.

Liệu một người cho vay cuối cùng quốc tế có thể thay đổi được lịch sử?

Rối loạn tài chính trong giai đoạn từ giữa thập niên 1960 cho đến nay xuất phát từ sự dao động mạnh của dòng vốn xuyên quốc gia. Gia tăng lượng vốn chảy vào một nước sẽ kéo theo gia tăng giá trị của đồng nội tệ trên thị trường ngoại hối, và chứng khoán cùng những tài sản khác trong thị trường nội địa. Bong bóng giá tài sản ở Phần Lan, Đan Mạch, Thụy Điển trong nửa sau thập niên 1980 là kết quả của sự gia tăng cường độ trong dòng vốn xuyên quốc gia chảy vào. Tương tự, bong bóng giá tài sản ở Thái Lan, Malaysia, cùng nhiều nước châu Á khác vào đầu thập niên 1990 cũng bắt nguồn từ sự gia tăng cường độ trong dòng vốn tiết kiệm chảy vào từ Nhật và một số nơi khác.

Các cuộc khủng hoảng ngoại hối ở rất nhiều nước đều xuất phát từ sự xoay chiều của dòng vốn xuyên quốc gia. Nhiều trong số những trường hợp này bao gồm một tốc độ gia tăng không bền vững của dòng vốn chảy vào. Bất kỳ sự suy giảm nào trong tốc độ chảy vào của dòng vốn cũng sẽ kéo theo đồng nội tệ mất giá, và chỉ cần một mức giảm giá khiêm tốn ban đầu của đồng tiền này thôi cũng sẽ kích hoạt một cơn giảm giá tiền tệ nghiêm trọng.

Có một điểm giống nhau về vai trò giữa các người cho vay cuối cùng trong nước và một người cho vay cuối cùng quốc tế. Người cho vay cuối cùng trong nước có trách nhiệm nhận biết và công bố một sự dãn dờ không hợp lý đang xảy ra trong thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, hoặc một số thị trường khác. Tương tự, người cho vay cuối cùng quốc tế có trách nhiệm nhận biết và công bố số nợ nước ngoài của một hoặc một vài nước đang gia tăng với tốc độ quá nhanh, mà quá trình hiệu chỉnh để trở lại mức bền vững có thể sẽ rất tốn kém. Trước những công bố đó, nhà đầu tư và những người tham gia thị trường khác sẽ tự rút ra kết luận cho riêng mình.

Người cho vay cuối cùng trong nước có chức năng cung cấp thanh khoản để giảm khả năng sự gia tăng mức cần các chứng khoán ít rủi ro hơn của nhà đầu tư sẽ kích hoạt một cơn khủng hoảng khả năng thanh toán khi những tài sản rủi ro hơn bị sụt giá mạnh. Các người cho vay cuối cùng

trong nước được thành lập để đảm bảo sự ổn định cho toàn bộ hệ thống tài chính chứ không phải cho một số ngân hàng nhất định nào. Nguyên nhân phải thành lập một người cho vay cuối cùng quốc tế là để hạn chế sự giảm giá đột ngột của đồng nội tệ sau khi dòng vốn không bền vững ồ ạt chảy vào bị xoay chiều. Trong suốt giai đoạn tiền khủng hoảng, dòng vốn chảy vào liên tục gia tăng cường độ và đồng nội tệ không ngừng lên giá. Khi dòng vốn chảy vào suy giảm, đồng nội tệ gần như luôn giảm giá. Giảm đột biến là điều không tránh khỏi do các nhà xuất khẩu không thể phản ứng ngay lập tức trước những biến động giá cả tương đối và trước vị thế cạnh tranh quốc tế mới được cải thiện nhờ sự giảm giá của đồng nội tệ; họ không thể ngay lập tức đẩy mạnh sản xuất hàng xuất khẩu, phát hiện và liên lạc với khách hàng nước ngoài. Tại một số quốc gia, sự giảm giá mạnh mẽ tạm thời của đồng nội tệ trong giai đoạn tiền khủng hoảng này giảm đột biến đã đẩy các doanh nghiệp trong nước vay vốn bằng ngoại tệ vào tình thế vỡ nợ, bởi lẽ số đồng nội tệ mà những doanh nghiệp này phải bỏ ra để trả cho các chủ nợ nước ngoài có thể quá lớn so với vốn liếng của họ. Sau khi những doanh nghiệp này phá sản, các ngân hàng và tổ chức tài chính trong nước cũng có thể sẽ gặp khó khăn.

Bộ Tài chính Hoa Kỳ đã chủ động đóng vai trò như một Người cho vay cuối cùng tới Mexico vào cuối năm 1994 khi nó lâm vào khủng hoảng tài chính. Dòng tín dụng chảy vào Mexico bắt nguồn từ chính phủ Hoa Kỳ và Quỹ Tiền tệ Quốc tế. Việc công bố sự xuất hiện của dòng tiền mới đã ngăn chặn sự giảm giá hơn nữa của đồng peso. Giả sử một sự chủ động tương tự đã diễn ra chỉ vài tuần trước đó, rất có thể phạm vi giảm đột biến của đồng peso sẽ được hạn chế, và những tổn thất mà nền kinh tế Mexico phải hứng chịu sẽ không nghiêm trọng đến thế.

Một vai trò của người cho vay cuối cùng quốc tế là nhận biết những dòng vốn chảy vào không bền vững tới một quốc gia nào đó và quá trình hiệu chỉnh diễn ra khi chúng suy giảm cường độ có thể sẽ làm đồng nội tệ giảm giá. Đến lúc sự giảm giá xảy ra, những ngân hàng cho vay quốc tế sẽ tiến hành cung cấp tín dụng tới quốc gia này nhằm hạn chế phạm vi giảm đột biến. Nguồn tín dụng sẵn có cũng sẽ giúp ngăn chặn hiệu ứng lan truyền.

Quỹ Tiền tệ Quốc tế được thành lập trong thập niên 1940 để hoạt động như một người cho vay cuối cùng quốc tế. Động cơ thành lập IMF là phần lớn những rối loạn tài chính xảy ra trong thập niên 1920 và đặc biệt là trong thập niên 1930 đã có thể được tránh khỏi hoặc giảm nhẹ nếu có một người cho vay cuối cùng quốc tế. Nhân viên của IMF sẽ đến thăm từng nước thành viên hai lần một năm nhằm thảo luận về các chính sách kinh tế nước này. Tuy nhiên, IMF đã rất ít khi cảnh báo với nước thành viên rằng nó đang rơi vào một mô hình đi vay quốc tế không bền vững, hay đang phải chịu một mức thâm hụt cán cân thanh toán không bền vững, hay quá trình chuyển tiếp đến mức bền vững cho tài khoản vãng lai có thể sẽ ảnh hưởng lớn tới sự ổn định kinh tế của nó, hay khả năng mà quốc gia này buộc phải áp dụng các biện pháp mạnh hơn là khó tránh khỏi. Và IMF cũng đã không có khả năng cung cấp tín dụng vào thời điểm xảy ra sụp đổ để ngăn chặn sự giảm đột biến trên phạm vi rộng và có hại cho nền kinh tế.

Đâu là nguyên nhân gây nên sự yếu kém trong hiệu quả làm việc của IMF so với những gì mà nó được kỳ vọng từ khi mới được thành lập? Những sai sót trong phân tích, hay những chính sách không hợp lý, hay sự hung hãn của các nước thành viên? Đó sẽ là chủ đề cho một cuốn sách khác.